Die organische Zinssenkung 1935

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Würde eines Doktors
der wirtschaftlichen Staatswissenschaften
der
Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät
der
Martin-Luther-Universität Halle/Wittenberg

vorgelegt von
Bruno Stech
Diplom-Volkswirt in Halle a. S.

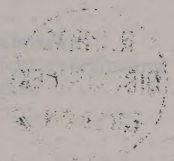
Berichterstatter: Professor Dr. Georg Jahn

Buchdruckerei R. Leupold, Königsberg (Pr), Baderstr. 8-11
1936

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Herrn BRUNO LEUPOLD

gewidmet



Herrn BRUNO LEUPOLD

gewidmet

Inhaltsverzeichnis.

Teil I:

Die Entwicklung der deutschen Kreditmärkte seit der Krise.

(Die Vorbereitung der Zinssenkung 1935.)

A. Die Kreditmärkte bis zur Wende 1933 5

B. Die Entwicklung des Geldmarktes 8
1. Stagnation am Geldmarkt. 8
2. Allmähliche Verflüssigung des Geldmarktes 9

C. Die Entwicklung des Kapitalmarktes 10
1. Aktive Kapitalmarktpolitik 10
a) Gemeindeumschuldungsgesetz 11
b) Offen-Markt-Politik 12
c) Anleihestockgesetz 13
d) Kreditwesengesetz 13
2. Krisenliquidation am Kapitalmarkt 14
a) Kursentwicklung und Effektivverzinsung der 6 %igen Werte . . 15
b) Die deutschen Aktienmärkte 17
c) Neue Kapitalbildung 19
d) Die Emissionstätigkeit 20
e) Erste Pfandbriefemission 21

Teil II:

Die Zinskonversion des Jahres 1935.

A. Darstellung der Konversion 22
1. Die Konversion der Pfandbriefe, Kommunalobligationen und verwandten Schuldverschreibungen 22
2. Die Konversion der öffentlichen Anleihen. 26
3. Der Erfolg der Umtauschangebote 29
4. Einzelfragen der Zinskonversion 30
5. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Zinssenkung. 33

B. Die Wirkungen der Zinskonversion 34
1. Die Wirkungen auf den Kapitalmarkt 34
a) Kursniveau 34
b) Aktienmarkt 37
c) Effektivverzinsung 39
d) Emissionen 41
2. Wirkungen auf einzelne Wirtschaftszweige 42
a) Zinssenkung und Hausbesitz 43
b) Zinssenkung und Sparkassen 45
c) Zinssenkung und Versicherungen 47

Teil III:
Die Sicherung des Erfolges der Konversion.

A. Die Entwicklung ohne Intervention 51
1. Die Bildung des Kapitalzinses bei freiem Markte 51
a) Die Bestimmungsgründe von Zinsforderung und Zinsgebot . . . 51
b) Die Bestimmung der effektiven Zinshöhe 52
2. Zins- und Kursbildung auf dem Rentenmarkt 52
a) Die Setzung des Zinses für festverzinsliche Wertpapiere 52
b) Die Kursbildung (Die Bestimmungsgründe des Wertpapierkurses und des Realzinses) 53
3. Die Herabsetzung des Rentenzinses und deren Rückwirkungen auf den Kurs 55
4. Die Möglichkeiten zur Umgehung der Zinskonversion 57
a) Der Übergang zu anderen Renten mit höherem Zins und Kurs . 57
b) Der Übergang zu neuen Renten mit höherem Zins 57
c) Der Übergang auf den Hypothekenmarkt 57
d) Der Übergang auf den Aktienmarkt 58
e) Der Übergang auf den Geldmarkt 58

B. Die Stützungsmaßnahmen 58
1. Die Niederhaltung des Zinses auf dem Kapitalmarkt 60
a) Senkung der Hypothekenzinsen 60
b) Hauszinssteuerermäßigung 62
c) Neuregelung des Bonifikationswesens 63
d) Emissionssperre 64
e) Anleihestockgesetz und Kreditwesengesetz 65
2. Die Senkung der Zinsen auf dem Geldmarkt 65
3. Der Erfolg der Vorbeugungsmaßnahmen 66

C. Zusammenfassung 67
Literaturverzeichnis 69

Teil I:

Die Entwicklung der deutschen Kreditmärkte seit der Krise 1931.

A. Die Kreditmärkte bis zur Wende 1933.

In den Jahren 1930 bis 1932 standen die deutschen Kreditmärkte im Zeichen einer fortgesetzten Schrumpfung. Die in diesen Jahren betriebene Deflation hatte zu einer ungewöhnlich starken Hemmung des Wirtschaftskreislaufs und zu einer immer gewaltigeren Arbeitslosenzahl geführt. Sowohl der deutsche Geldmarkt als auch der deutsche Kapitalmarkt konnten sich nicht von dem Krisenjahr 1931 erholen. Der Bankzusammenbruch vom Juli 1931 und die vierte Notverordnung vom Dezember 1931, die die Zinssenkung für die damaligen 8%igen langfristigen Werte auf 6 % erzwang, sind die letzten tiefgreifenden Ereignisse, die vor der Wende 1936 die deutschen Kreditmärkte beeinflußten. Dazu kam, daß die Reichsbank bar jeder Bewegungsfreiheit war, weil die Deckungsbestände überaus stark durch den Dienst der Auslandsschulden beansprucht wurden.

Den sichtbaren Beweis für den Niedergang der deutschen Kreditmärkte gab der deutsche Kapitalmarkt in diesen Jahren: Ständiger Rückgang des Pfandbriefumlaufs, Schrumpfung der Sparkasseneinlagen, die besonders nach dem Ausbruch der Bankenkrise katastrophale Ausmaße annahm; ein völliges Darniederliegen der Neuemissionen und schließlich der niedrige Kursstand der 6%igen langfristigen Werte, die ihren stärksten Kurseinbruch nach der fehlgeschlagenen, zu einem völlig falschen Zeitpunkt befohlenen Zinsherabsetzung in der vierten Notverordnung erlebten. Die damalige Reichsregierung unter Brüning erreichte schon einen nominellen Zinssatz von 6 statt bis dahin 8 %, effektiv jedoch brachten z. B. die 6%igen Pfandbriefe Mitte 1932 einen Zins von über 9 %. Diese Tatbestände zeigen den sehr starken Rückgang der Kapitalbildung. Als Ursache für dieses schwere und lang anhaltende Darniederliegen des deutschen Kapitalmarktes kann man im wesentlichen drei Tatsachen feststellen [1]).

1. Die massenweise Abziehung ausländischen Kapitals von den deutschen Kreditmärkten — besonders kurzfristiges Kapital — die der unmittelbare Anlaß zum Ausbruch des Gläubiger-Schuldner-Krieges war;

[1]) Vgl. Reichs-Kredit-Ges.: Deutschlands wirtschaftl. Lage an der Jahreswende 1933/34, 50 ff.

2. die große Verlustwirtschaft bei den Unternehmungen;
3. eine ausgedehnte Konsumfinanzierung.

Bis zum Jahre 1930 konnte man in Deutschland einen fortgesetzten Zustrom ausländischen Kapitals beobachten, der seinen Anfang kurz nach der Stabilisierung nahm. Dieses änderte sich völlig im Jahre 1931, wo am deutschen Markt rund 5 bis 6 Milliarden RM Kredite vom Auslande gekündigt wurden. Trotz des Stillhalteabkommens hat sich auch in den Jahren 1932 und 1933 nach den amtlichen Erhebungen der Anmeldestelle für Auslandsschulden die deutsche Auslandsverschuldung stark vermindert. Sie betrug in Milliarden RM [2])

	Juli 1931	Febr. 1933
kurzfristige Auslandskredite	13.1	8.7
langfristige Auslandskredite	10.7	10.3
sonstige Auslandsanlagen	5.9	4.2
zus.	29.7	23.2

Ein beträchtlicher Teil des Rückganges entfiel hiervon auf die Pfundentwertung; doch auch durch tatsächliche Rückzahlungen — von der Stillhaltung wurde noch nicht die Hälfte der Auslandskredite erfaßt — ist die deutsche angebotsfähige Kapitalmenge verkleinert worden. Seit Februar 1933 hat sich die deutsche Auslandsverschuldung weiter beträchtlich vermindert, wovon der Hauptteil jedoch auf die Dollarentwertung fällt. Weiter trat ein Rückgang durch regelmäßige Tilgungszahlungen ein. Diese Rückzahlungen bedeuten zwar eine erfreuliche Verminderung der drückenden Auslandsschuldenlast, aber hatten auf der anderen Seite doch eine fortgesetzte Kapitalausfuhr aus Deutschland im Gefolge und damit eine Verminderung des Kapitalsangebots, das zur Gesundung der deutschen Kreditmärkte nötig war.

Als weitere Ursache der ungünstigen Marktentwicklung kann die Verlustwirtschaft gelten, die eine Folge der ungeheuren Wirtschaftskrise war. Allgemeiner Absatzrückgang mit verringerter Kapazitätsausnutzung führte zur dauernden Steigerung der Unkosten. Dazu kamen erhöhter Steuerdruck und Steigerung der Verschuldungslast infolge scharfer Preissenkungen. Alles das hatte ungeheure Verluste im Gefolge. Diese Verluste sind statistisch nicht erfaßt worden, doch geben die Beobachtungen der deutschen Aktiengesellschaften, die die Reichskreditgesellschaft anstellte, Anhaltspunkte. Das Aktienkapital hat sich durch Kapitalherabsetzungen, Konkurse und Liquidationen vermindert

im Jahre 1930 um	544	Mill. RM
im Jahre 1931 um	726	„ „
im Jahre 1932 um	2540	„ „ [3])

[2]) Reichs-Kredit-Ges., a. a. O. 50.
[3]) Reichs-Kredit-Ges., a. a. O. 51.

Als unmittelbare Reaktion hierauf traten scharfe Kurssenkungen auf. Der Gesamtkurswert der an der Börse gehandelten Aktien verringerte sich von 13.84 Milliarden RM im Jahre 1929 auf 6.93 Milliarden RM im Jahre 1932.

Ein weiterer Grund für die Verminderung des Kapitalangebots ist die ausgedehnte Konsumfinanzierung. Die Unterstützung bedeutet einen Vermögensverzehr dadurch, daß die in Arbeit Befindlichen durch die Belastung ihres Einkommens an der Kapitalbildung behindert werden. Sie können nur weniger oder gar nicht sparen oder brauchen darüber hinaus sogar noch ihre Sparreserven auf. Dabei ist noch zu bedenken, daß der Arbeitslose für die erhaltenen Unterstützungsbeträge nichts zum Sozialprodukt durch eigene Arbeit beisteuert. Von staatlicher Seite wurden im Jahre 1932 z. B. 3.03 Milliarden RM für die Arbeitslosenunterstützung verausgabt. Hier setzte die nationalsozialistische Regierung zuerst an, indem sie mit allen Mitteln versuchte, die Arbeitslosigkeit zu verringern. Zwar sind bis heute noch nicht die Arbeitslosenbeiträge trotz erheblich verminderter Arbeitslosigkeit gesenkt worden, jedoch sind die freigewordenen Beträge produktiveren Zwecken — in der Hauptsache der Arbeitsbeschaffung — zugeleitet worden.

Während in der übrigen Wirtschaft gegen Ende 1932 schon eine gewisse Belebung zu bemerken war, hielten sich die Kreditmärkte in anhaltender Stagnation. Am deutschen Geldmarkt zogen im März 1933 nach anfänglich saisonmäßig bedingter Verflüssigung die Geldsätze wieder an. Der Privatdiskont war sogar seit Oktober 1932 auf unverändert hohem Stand — 3.78 % — stehen geblieben. Noch auffälliger ist die Kursbewegung der Kapitalmarktwerte. Trotz starker Steigerung der Produktion und der Erträge sanken die Kurse nach kurzer Erholung in der ersten Hälfte des Jahres 1933 wieder. Der freie Kapitalmarkt war fast völlig ausgeschaltet. Hinzu kam, daß die Banken noch im Deflationsprozeß standen.

Während in früheren Konjunkturzyklen die Kreditorganisationen die wichtige Funktion der Kreditgewährung übernahmen, ist sie in dieser Zeit gänzlich lahmgelegt. Sowohl die Börse als auch der freie Kapitalmarkt sind gegenüber anderen Finanzquellen zurückgetreten. Die Funktionsunfähigkeit der deutschen Kreditmärkte war schon nahezu chronisch geworden. An der Jahreswende 1932/33 erwies sich immer mehr, daß alle bis dahin unternommenen Versuche, die deutsche Wirtschaft zu beleben, nicht im entferntesten ausreichten, um die Krisenliquidation durchzusetzen. Diese Maßnahmen konnten erst in dem Augenblick wirksam werden, in dem sie von einer starken politischen Macht diktiert wurden, die in der Lage war, alle erforderlichen Eingriffe in die Wirtschaft, auch ohne große Diskussion, vorzunehmen. Die deutsche Wirtschaft stand damals vor der Wahl, entweder auf die Selbstheilung zu warten oder durch entscheidende Eingriffe der Aufwärtsentwicklung

eine neue Wendung zu geben. „Das Warten auf die Selbstheilungskräfte hätte bei der Schwere der vorangegangenen Krise wahrscheinlich Jahre gedauert. Und angesichts der zerrütteten sozialen und wirtschaftlichen Verhältnisse wäre das aus vielfachen Gründen gleichbedeutend mit nationalem Selbstmord gewesen[4])." Mit der Wende im Jahre 1933 wurde diese Frage entschieden. Die deutsche wirtschaftliche Entwicklung trägt seitdem den Stempel eines starken wirtschaftspolitischen Aktivismus, der sich wohl auf allen Gebieten des deutschen Lebens geltend machte.

Entscheidend für ihre weitere Entwicklung wurden auch die deutschen Kreditmärkte beeinflußt, deren Funktionsfähigkeit durch eine Reihe grundlegender Maßnahmen wiederhergestellt wurde.

So hat sich auch an den deutschen Kreditmärkten im wesentlichen seit Ende 1933 eine, wenn auch anfänglich nur leichte Entspannung durchgesetzt. Doch kamen die neu fließenden Gelder nicht aus der Wirtschaft selbst, sondern es war eine vom nationalsozialistischen Staat geförderte Konjunktur. Der Staat, der 1933 die Lenkung der deutschen Kreditmärkte übernahm, stellte in seinem großen Wirtschaftsprogramm vom September 1933 den Leitsatz auf, daß die Wiederbelebung der gesamten deutschen Wirtschaft eine wesentliche Grundlage in der Gesundung des deutschen Geld- und Kapitalmarktes haben müßte. Die Gesundung der deutschen Kreditmärkte müsse dann folgerichtig zur Emissions- und Konversionsreife führen.

Als wichtigste Meilensteine auf dem Wege zur Regulierung der deutschen Kreditmärkte mit dem Ziel, eine organische Zinssenkung vorzubereiten, sind in der Reihe der wirtschaftlichen Maßnahmen der Reichsregierung zu nennen: das Gemeindeumschuldungsgesetz, die Offen-Markt-Politik, das Anleihestockgesetz und das Gesetz über das deutsche Kreditwesen.

B. Die Entwicklung des Geldmarktes.

1. Stagnation am Geldmarkt.

Der deutsche Geldmarkt nahm im deutschen Wirtschaftsanstieg eine Sonderstellung ein. Allen Erfahrungen aus vergangenen Konjunkturzyklen widersprechend, sind die Sätze für kurzfristiges Geld fast eineinhalb Jahre hindurch — vom Oktober 1932 bis Juni 1934 — auf unverändert hohem Stand stehen geblieben. Erst Anfang Juni 1934 ist erstmalig der Satz $3^7/_8$ % des Privatdiskonts um $^1/_8$ % ermäßigt worden. Im November 1934 konnte dann eine zweite Senkung um $^1/_4$ % auf $3^1/_2$ % erfolgen. Mit Beginn des Jahres 1935 hatte die Nachfrage nach Diskontmaterial stark zugenommen, so daß am 21. Januar — also kurz vor der Zinskonversion — eine nochmalige Senkung auf $3^3/_8$ % vor-

[4]) Wochenberichte des Instituts f. Konjunkturforschung, Sondernummer: „Gesetzgebung des Wirtschaftsaufschwungs", 16. II. 1935.

genommen werden konnte. Die anhaltende Verknappung am Geldmarkt während dieser Aufschwungszeit dürfte zum Teil durch die Art der Finanzierung der Produktionsbelebung bedingt gewesen sein. Der Ausfall an guten Handelswechseln ist durch das hohe Angebot von Arbeitsbeschaffungswechseln ausgeglichen worden. Die Banken hatten nicht wie sonst Sorge um Unterbringung frei verfügbarer Gelder, denn die Arbeitsbeschaffungswechsel boten in reichem Maße geeignete Anlagemöglichkeiten.

2. Allmähliche Verflüssigung des Geldmarktes.

Die endlich im Herbst 1934 einsetzende Verflüssigung des Geldmarktes wird auf Lagerauflösung, Transfermoratorium und allmähliche Besserung der Kostenrelationen zurückgeführt [5]).

Die tatsächliche Verringerung der Lagerbestände ist jedoch nicht erheblich gewesen. Eine wirkliche Mittelfreisetzung kann nur dann vorliegen, wenn das gesamte Produktionsvolumen einschließlich Einfuhr kleiner ist als Verbrauch, langfristige Investionen und Ausfuhr. In Wirklichkeit war aber die Produktion 1934 rund 30 % und die Einfuhr rund 7 % höher als zur gleichen Zeit 1933. Die Einzelhandelsumsätze sind dagegen nur um 11—12 % gestiegen, während die Ausfuhr sich sogar um 14 % verringert hat. Es ist jedoch eine Beschleunigung des Lagerumschlags eingetreten, die sich zum Teil auflockernd auf den Kreditmärkten geltend gemacht haben dürfte.

Durch Beschluß des Reichsbankdirektoriums vom 14. Juni 1934 ist der Bartransfer für alle Zins- und Tilgungsverpflichtungen aus mittel- und langfristigen Auslandsschulden unterbunden worden. Nach wie vor müssen jedoch die verschuldeten Unternehmungen die fälligen Raten an die Konversionskasse abführen. Das Transfermoratorium kann also auch nicht ein wesentlicher Grund für die Geldmarktverflüssigung sein.

Unbedingt zur Auflockerung hat jedoch die Besserung der Einkommensverhältnisse beigetragen, die sich in der allmählich wiedereinsetzenden Spartätigkeit und in der Bewegung der Spareinlagen zeigt. Die Erhöhung der Reichsschatzwechselbestände bei den deutschen Girozentralen um rund 540 Mill. RM in der Jahresspanne von Oktober 1934 bis September 1935 läßt erkennen, daß die Sparkassen eine starke Erhöhung der liquiden Anlagen vorgenommen haben.

Der wesentlichste Grund für die Verflüssigungstendenzen liegt in der Ausweitung des inländischen Kreditvolumens. Die Entwicklung des Reichsbankstatus in den Jahren 1932 bis 1934 ist gekennzeichnet durch die außerordentliche Verminderung der Deckungsbestände, durch steigende Ausleihungen und durch eine Erhöhung des Banknotenumlaufs und der Giroguthaben. Die

[5]) Reichs-Kredit-Ges., Deutschlands wirtschaftliche Lage an der Jahreswende 1934/35, S. 56 ff.

Verminderung der Deckungsbestände wurde ausgeglichen im Zuge des Gesetzes über die Offen-Markt-Politik durch Hereinnahme von Inlandswechseln und festverzinslichen Schuldverschreibungen. Die Reichsbank hat in vermehrtem Maße Inlandswechsel aufgenommen und Wertpapiere am offenen Markt gekauft und damit entscheidend die Zinsbildung am Geldmarkt beeinflußt. Dies ist auch der Grund dafür, wenn davon gesprochen wurde, daß die Arbeitsbeschaffung zur Verflüssigung des Geldmarktes beigetragen hat, da sich die Reichsbank immer stärker im Laufe des Jahres 1934 in deren Finanzierung einschaltete. Ursprünglich war beabsichtigt, die Arbeitsbeschaffungswechsel bei den Kreditinstituten unterzubringen mit Rediskontzusage durch die Reichsbank. Doch strömten diese Wechsel immer mehr zur Reichsbank, so daß sie Ende 1934 schon weit mehr als die Hälfte in ihrem Bestand hatte. Dagegen haben die Banken versucht, Schatzwechsel und Handelswechsel im Portefeuille zu halten. Natürlich haben auch die Sonderkreditinstitute eine erhebliche Zunahme ihres Kreditvolumens aufweisen können, und zwar in starkem Maße auch durch Arbeitsbeschaffungswechsel.

Entsprechend der Ausweitung des Kreditvolumens war eine starke Zunahme der gesamten Produktion zu beobachten. Gleichzeitig ist auch die Wirkungskraft eines verstärkten Zahlungsmittelumlaufs festzustellen durch Erhöhung der Umlaufsgeschwindigkeit. Die Giroumsätze der Reichsbank z. B. stiegen vom Monatsdurchschnitt Januar/Oktober 1933 von 41.57 Milliarden RM auf 45.81 Milliarden RM im Jahre 1934, die Postscheckumsätze im selben Monatsdurchschnitt von 4.16 auf 4.80 Milliarden RM.

C. Die Entwicklung des Kapitalmarktes.

1. Aktive Kapitalmarktpolitik.

Der oberste Grundsatz der deutschen Kapitalmarktpolitik unter der nationalsozialistischen Regierung ist die Ablehnung jeder Devalvation und jeder erneuten Zwangszinssenkung — eingedenk der niederschmetternden Wirkungen der Brüningschen Zwangskonversion vom Dezember 1931. Die wiederholten scharfen amtlichen Zurückweisungen solcher vertrauensstörenden Maßnahmen sind in der richtigen Vorstellung begründet, daß der Wiederherstellung des deutschen Kapitalmarktes in erster Linie alle die Maßnahmen dienen, die zu einer Stärkung des seit den Ereignissen des Jahres 1931 schwerbelasteten Vertrauens und zu einer Besserung der Rentabilität der Unternehmung führen.

Das Ziel der deutschen Kapitalmarktpolitik ist die Wiederherstellung eines aufnahmefähigen Kapitalmarktes und die Herabsetzung des Zinsniveaus auf organischem Wege. Um dieses Ziel zu erreichen, wurde unter Führung der Reichsbank eine aktive

Kapitalmarktpolitik betrieben. Nachdem eine einheitliche Wirtschaftsführung durch die Zusammenlegung der Leitung des Reichswirtschaftsministeriums und der Reichsbank in den Händen Dr. Schachts hergestellt war, ist eine Reihe von Maßnahmen erlassen worden, die zur Vorbereitung einer organischen Zinssenkung dienten.

Als erstes wurde im September 1933 das Gemeindeumschuldungsgesetz verkündet, wodurch ein schwerer Unruheherd für den Rentenmarkt beseitigt wurde. Es folgte im Oktober 1933 die Aenderung des Reichsbankgesetzes, die der Reichsbank die Möglichkeit zur Offen-Markt-Politik gab. Hierdurch konnte die Notenbank den Rentenmarkt in der Folgezeit weitgehend stützen. Weiter wurde im März 1934 das Anleihestockgesetz erlassen, das im Dezember 1934 wesentlich verschärft wurde. Und schließlich ist auch noch das im Dezember 1934 beschlossene Reichsgesetz über das deutsche Kreditwesen zu nennen, das, wie im Banken-Enquete-Schlußbericht dargelegt wurde, auf die Förderung funktionsfähiger Kreditmärkte ausgerichtet ist.

a) Gemeindeumschuldungsgesetz.

Das Gemeindeumschuldungsgesetz hat eine starke Entlastung der Gemeinden bewirkt. Aus einer Berechnung des Gemeindetages ergibt sich, daß sich die Umschuldung auf etwa 2.5 Milliarden kurzfristige Gemeindeschulden erstreckt, die einen Zinsendienst von etwa 170 Millionen RM erforderten. Nach der Umschuldung beansprucht der Zinsendienst nur noch rund 100 Millionen RM, wodurch sich eine Entlastung von jährlich 70 Millionen RM ergibt. Die Umschuldung strebte weiter eine Fundierung der Kurzkredite an mit dem Ziel einer Liquiditätsbesserung der Gemeinden und brachte so eine finanzwirtschaftliche Entlastung von dem Druck der fälligen Verbindlichkeiten. Jedoch darf in diesem Zusammenhang nicht unerwähnt bleiben, daß die Zinsersparnis durch die Umschuldung nur rund 10 % des gesamten Zinsendienstes der Gemeinden ausmacht, denn die Gesamtsumme der Gemeindeverschuldung betrug 1933, im Zeitpunkt des Erlasses des Umschuldungsgesetzes, noch 11.3 Milliarden RM, wozu ein Zinsendienst von rund 700 Millionen RM erforderlich war.

Die öffentliche Verschuldung ist in den Krisenjahren zu einem schwierigen Problem geworden, das mit der Zeit ein starker Unruheherd für die Kreditmärkte wurde. Und wenn auch der materielle Fortschritt des Gemeindeumschuldungsgesetzes, durch das sämtliche bis zum 31. März 1935 fällig werdenden Kommunalschulden, sofern sie wirklich notleidend waren, in eine vierprozentige Konsolidierungsanleihe umgewandelt werden konnten, relativ klein blieb, so ist doch ein gefährlicher Unruheherd für den Kapitalmarkt dadurch beseitigt worden.

b) Offen-Markt-Politik.

Von großer Bedeutung für die Wiederherstellung eines funktionsfähigen Kapitalmarktes ist die Einführung der Offen-Markt-Politik der Reichsbank geworden. Der eigentliche Anlaß dazu, daß die Reichsbank im Oktober 1933 zur Offen-Markt-Politik überging, war zweifellos der Wunsch, durch Kursstützung den Weg zur organischen Zinssenkung zu ebnen. Das bedingte eine Aenderung des Bankgesetzes vom 29. August 1924. Der § 21 wurde dahin erweitert, daß die Notenbank fest verzinsliche Werte ohne Einschränkung kaufen und verkaufen kann (außer Industrieobligationen und Auslandsanleihen). Der § 28 wurde folgerichtig dahingehend abgeändert, daß neben Wechseln und Schecks auch festverzinsliche Werte als restliche Deckung dienen können. Die neuen Bestimmungen zielen nun nicht auf eine Vermehrung des Kreditvolumens hin, sondern auf eine Umschichtung der Anlagen der Reichsbank und auf eine vermehrte Bewegungsfreiheit der Notenbank. Aus der Offen-Markt-Politik der Reichsbank ergaben sich eine Reihe günstiger Wirkungen [6]):

1. Die Liquidität der Kreditbanken wurde gesteigert, denn die Reichsbank nahm den Banken gewisse Bestände an festverzinslichen Werten ab.

2. Die Erhöhung der Liquidität der Kreditbanken bewirkte eine Stärkung ihrer Vertrauensbasis und machte sie zu neuer Kreditgewährung geeignet.

3. Der Markt der festverzinslichen Werte erhielt eine starke Stütze, die Reichsbank konnte den Ausgleich zwischen Geld- und Kapitalmarkt leichter herbeiführen.

Schon die bloße Ankündigung der Offen-Markt-Politik konnte das Vertrauen zum Rentenmarkt erheblich verbessern. Die deutschen Rentenmärkte zeigten seit September 1933 eine kräftige Geschäftsbelebung und Aufwärtsbewegung ihres Kursniveaus. Die Hauptaufkaufstätigkeit der Reichsbank fällt in die Zeit von November 1933 bis September 1934. Im wesentlichen erwarb die Reichsbank Steuergutscheine und Neubesitzanleihe. Gleichzeitig stieg aber auch der Bestand an Wechseln um 600 Millionen RM [7]). Es ist also, wie zuerst befürchtet, kein bloßer Austausch zwischen Wechseln und Effekten eingetreten. Im großen und ganzen ist die Reichsbank in der praktischen Durchführung dieser Politik zurückhaltend gewesen. Dennoch sind von hier Anstoßwirkungen auf die Kursbildung durch Stützung dieses oder jenes Papieres ausgegangen. Folgende Aufstellung gibt ein gutes Bild der Stützungstätigkeit der Reichsbank.

---

[6]) Reichs-Kredit-Ges., a. a. O., 52 ff., Heft 1933/34.

[7]) Wirtschaftskurve, Jahrgang 1935, Heft IV, 386.

Monatsende	Wirtschafts-Kredite [1])	Deckungsfähige Wertpapiere
September 1933	3 524.5 Mill. RM	—
Oktober 1933	3 305.3 „ „	—
November 1933	3 190.5 „ „	198.6 Mill. RM
Juni 1934	3 633.0 „ „	360.6 „ „
August 1934	3 671.0 „ „	413.0 „ „
September 1934	3 977.0 „ „	431.1 „ „
Oktober 1934	3 020.1 „ „	434.5 „ „

[1]) Reichsschatzwechsel, sonst. Wechsel und Schecks und Lombardforderungen (entnommen aus Viertelj. Hefte f. Konjunktur-Forschung A. 1934, 121).

c) Anleihestockgesetz.

Eine weitere einschneidende Maßnahme der Reichsregierung auf dem Wege zu einer organischen Zinssenkung ist der Erlaß des Anleihestockgesetzes am 29. März 1934, daß dann im Dezember desselben Jahres wesentlich verschärft worden ist. Darin ist vorgesehen, daß Dividenden nur bis zur Höhe von 6 % bzw. 8 % bei Gesellschaften, die bereits 1933 Dividenden von über 6 % ausschütteten — an die Aktionäre ausgezahlt werden, während der darüber hinausgehende Betrag als Anleihestock Verwendung finden soll. Die Verwaltung hat die Golddiskontbank erhalten, um dafür Reichsanleihen und reichsgarantierte Anleihen (z. B. 4 %ige Gemeindeumschuldungsanleihe) anzukaufen. Diese Anleihen sollen vier Jahre in Sperrdepots zugunsten der Aktionäre gehalten werden. Bei Erlaß des Gesetzes konnte damit gerechnet werden, daß hierdurch jährlich für ca. 40 Millionen RM Rentenwerte gekauft werden können. Das Anleihestockgesetz brachte anfänglich einen gewissen Druck auf die Aktienmärkte infolge Unklarheiten über die Durchführung des Gesetzes. Nachdem 1934 drei Vierteljahre lang eine gerade Aufwärtsbewegung der Kurse zu verzeichnen war, setzte im letzten Vierteljahr bei den sogenannten „schweren" Werten eine erneute Abschwächung ein, die dann auf den ganzen Aktienmarkt ausstrahlte. Die nach der Konversion erlassene Durchführungs- und Ergänzungsverordnung zum Anleihestockgesetz behob diese Schwierigkeiten.

d) Kreditwesengesetz.

Schließlich ist als letzte Maßnahme der Reichsregierung auf dem Wege zur Wiederherstellung funktionsfähiger Kreditmärkte der Erlaß des Reichsgesetzes über das deutsche Kreditwesen vom 5. Dezember 1934 zu nennen. Dieses Gesetz ist nicht in dem gleichen Maße zu werten wie die drei bisher besprochenen Eingriffe, die als reine Vorbereitungsmaßnahmen für eine organische Zinssenkung angesehen werden müssen. Das Kreditwesengesetz strebte vielmehr eine allgemeine Regelung des gesamten deutschen

Kreditwesens an, wenn auch nicht übersehen werden darf, daß dieses Gesetz einen wesentlichen Anteil an der Wiederherstellung eines gesunden Kapitalmarktes und damit an der Erreichung der Konversionsreife hat.

Der Anfang Dezember 1934 veröffentlichte Schlußbericht der deutschen Banken-Enquete, in dessen unmittelbarem Anschluß das Kreditwesengesetz beschlossen wurde, legt dar, daß dieses Gesetz auf die Wiederherstellung eines den Aufgaben des nationalsozialistischen Staates entsprechenden Geld- und Kapitalmarktes ausgerichtet ist. Die besondere Bedeutung für die Vorbereitung der Konversion liegt in den Vorschriften, die dem Kapitalmarkt neue Mittel zuführen sollen. In erster Linie wurde eine klare Trennung zwischen kurzfristigem und langfristigem Bankgeschäft erzielt und eine erhöhte Zuführung der Spareinlagen zur langfristigen Anlage auf den Kapitalmarkt verlangt mit dem Ziel, die Senkung des Kapitalzinses zu fördern und die Aufnahmefähigkeit des Effektenmarktes wieder herzustellen. Auch soll ein Teil der Liquiditätsreserven zweiter Ordnung in lombardfähigen Wertpapieren angelegt werden.

Bei Erlaß des Kreditwesengesetzes hatte sich das Kursniveau der festverzinslichen Werte zwar schon nach den verschiedenen Eingriffen — Gemeindeumschuldung, Kapitalmarktintervention, Anleihestockgesetz — gehoben, doch stand noch immer ein mehrprozentiges Disagio der Verwirklichung des letzten Kapitalmarktzieles, der Konversionsreife, entgegen. Schließlich erforderten die Aufgaben der Rohstoffbewirtschaftung ausreichende Finanzierungsmöglichkeiten. So mußte auch die Bankorganisation in ihrer Gesamtheit in den Dienst der Kapitalmarktpolitik gestellt werden.

2. Krisenliquidation am Kapitalmarkt.

Diese kreditmarktpolitischen Maßnahmen der Reichsregierung, die beruhigende und vorwärtsweisende Regierungserklärung vom September 1933 und nicht zuletzt die eingekehrte politische Beruhigung, die endlich wieder auf lange Sicht arbeiten ließ, beschleunigten die Krisenliquidation am deutschen Kapitalmarkt. Im Jahre 1933 zeigten sich erstmalig Anzeichen einer Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit. Der Rückgang der Spareinlagen und Kreditoren verlangsamte sich, am Renten- und Aktienmarkt begann ein stärkerer Kursanstieg. Sieht man von dem noch nicht gelösten Problem der Auslandsverschuldung ab, so hat sich Ende 1934, jetzt auch wesentlich beeinflußt durch die Beendigung der überlangen Stagnation am deutschen Geldmarkt, am deutschen Kapitalmarkt die Beseitigung der Krisenrückstände in der deutschen Kreditwirtschaft durchgesetzt, die bis dahin einer aktiveren und umfassenderen Beteiligung der Kreditorgane am Wirtschaftsaufschwung entgegenstanden. Bis gegen August 1934 stand aber der deutsche Rentenmarkt noch im Zeichen beträchtlicher Stockungs-

erscheinungen. Daß diese Hemmungen nicht auf die volkswirtschaftliche Anlagetätigkeit zurückgewirkt haben, ist der Reichsbank zu verdanken, die den Produktionsanstieg finanzieren half, indem sie sich weitgehend — wie oben erwähnt — der Erweiterung ihres kurzfristigen Kredits zuwandte. Daß die Wiederherstellung eines funktionsfähigen Kapitalmarktes nicht schnellere Fortschritte gemacht hat, hängt mit den Strukturwandlungen der Kreditorganisation der Nachkriegszeit zusammen. Die neuartige Stellung des Staatshaushalts im Organismus der Volkswirtschaft und die veränderte Kapitalmarktlage geben auch den Konversionen einen neuen Sinn. Während in der Vorkriegszeit eine Konversion im wesentlichen darauf hinzielte, den Zinsfuß der langfristigen Schulden dem absinkenden Marktzinsfuß anzupassen, soll jetzt die Konversion Schrittmacher für die allgemeine Senkung der Kapitalmarktzinsen sein [8]).

a) Kursentwicklung und Effektivverzinsung der 6%igen Werte.

Die Maßnahmen, die von Regierungsseite zur Wiederherstellung eines funktionsfähigen Kapitalmarktes ergriffen worden sind, haben Ende 1934 und in den ersten Wochen 1935 ihre Ergebnisse sicht-

Kursniveau festverzinslicher Wertpapiere in v. H.

Zeit	Gesamtindex	Pfandbr.	Komm.Obl.	Öff.Anl.	Ind.Obl.
Juni 1931	82.39	84.73	83.57	78.44	73.23
Sept. 1931	[1]) 70.42	73.24	70.53	66.52	59.87
Juni 1932	60.43	67.43	53.40	50.55	52.82
Dez. 1932	70.32	79.31	60.21	75.41	74.29
Juni 1933	80.14	61.73	74.46	81.00	77.74
Dez. 1933	69.55	89.94	86.87	92.23	83.53
März 1934	91.90	92.13	89.52	94.34	87.12
Juni 1934	90.28	90.09	87.18	93.01	86.99
Juli 1934	87.80	[2]) 88.57	85.61	85.32	[2]) 87.49
Aug. 1934	87.89	88.97	85.49	85.23	88.68
Sept. 1934	88.97	90.00	86.90	86.33	89.34
Okt. 1934	91.55	92.38	89.89	88.91	92.58
Nov. 1934	92.21	92.92	90.86	90.01	92.87
Dez. 1934	93.81	94.10	92.71	92.15	94.00
Jan. 1935	[3]) 95.76	96.07	94.64	94.64	96.02

[1]) Berliner Börse vom 20. Juli bis 2. Sept. 1931 und vom 19. Sept. 1931 bis 11. April 1932 geschlossen.

[2]) Ab Juli 1934 ohne Reichsanleihe.

[3]) Errechnet aus den ersten drei Wochen des Monats Januar 1935.

Die Tabelle ist zusammengestellt aus den Angaben der Wochenberichte des Instituts für Konjunkturforschung, Jahrgang 1931—1935.

bar gezeigt. Im Gleichtakt mit der Geldmarktentwicklung ergab sich auch am Kapitalmarkt eine fortschreitende Zins- und Renditen-

[8]) Vgl. Vierteljahrshefte f. Konjunkturforschung A, Jahrgang IX, 3, 150.

senkung. Am Rentenmarkt näherten sich die Kurse der 6%igen Werte der Parigrenze. Die Kurse der verschiedenen Rentengruppen haben sich weitgehend angenähert. Die Entwicklung ist dadurch gefördert worden, daß sich das neugebildete Sparkapital den 4- und 4½%igen Werten zuwandte, weil die höher verzinslichen Werte infolge der Ungewißheit über das Ausmaß der erwarteten Konversion nicht mehr genug Anreiz boten. Dies ist als Zeichen dafür gewertet worden, daß sich die Wertpapierinhaber auf eine Konversion der Zinssätze eingerichtet hatten.

Die Kurse der festverzinslichen Werte stiegen also in ihrem Gesamtdurchschnitt auf 95.75 % bis zum Erlaß der Konversion und haben so die Wirkungen der Krisenjahre, die ein tiefstes Kursniveau von 60.43 % im Juni 1932 zeigten, überwunden. Hand in Hand damit läuft die umfangreiche Renditensenkung, so daß an diesem Zeitpunkt eine weitgehende Annäherung von Nominal- und Effektivverzinsung erreicht wurde.

Effektivverzinsung deutscher festverzinslicher 6 %iger Werte in v. H.

Zeit	Gesamtindex	Pfandbr.	Komm.Obl.	Öff.Anl.	Ind.Obl.
[1]) 1932	9.67	8.52	10.34	9.75	10.06
Juni 1933	8.59	7.62	8.74	8.47	8.50
Dez. 1933	7.24	6.89	7.22	7.00	7.37
Juni 1934	7.13	6.80	7.21	6.87	7.10
Dez. 1934	6.65	6.51	6.67	6.37	6.68
Jan. 1935	6.42	6.34	6.42	6.15	6.40

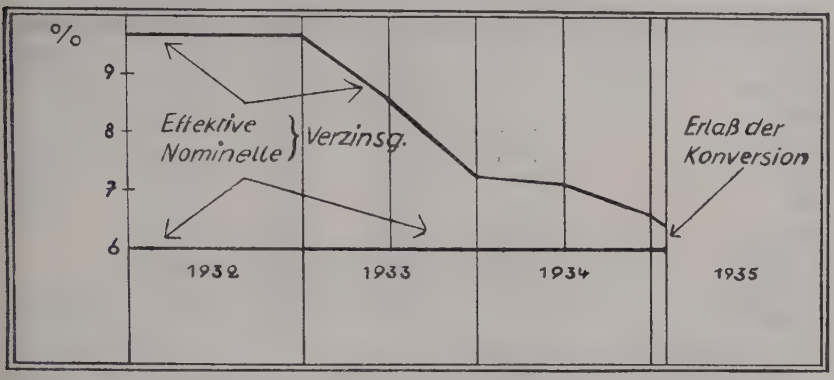
[1]) Durchschnitt aus 6 Monaten (April, Juli, Aug., Sept., Okt., Nov.) Börse bis 11. April geschlossen.

Die Tabelle ist zusammengestellt aus Angaben der Reichskreditgesellschaft „Deutschlands wirtschaftliche Lage", Hefte 1933/1934 und 1934/1935 und „Deutschlands wirtschaftliche Entwicklung", Hefte 1933/1935 und der Wochenberichte des Instituts für Konjunkturforschung, Jahrgang 1932.

Effektive und nominelle Verzinsung der 6%igen Werte.

Nachstehendes Schaubild gibt ein klares Bild von der dichten Annäherung der effektiven an die nominelle Verzinsung. Da das Schaubild nach den Daten der obenstehenden Tabelle angefertigt worden ist, muß erwähnt werden, daß die tatsächliche Kurve der Effektivverzinsung nicht einen solchen ununterbrochenen Abstieg aufweist, sondern bei Berücksichtigung aller Monate eines Jahres die obenstehende Kurve in kleinem Maße unter- bzw. übersteigt. Dies trat besonders während des Jahres 1934 ein, als die Kurse zwischen Januar und Juli dieses Jahres bei allen Rentenarten eine rückläufige Bewegung zeigten. Von Mitte August ab trat dann

die bereits erwähnte Kurssteigerung ein, so daß von diesem Zeitpunkt ab die Effektivzinskurve in dauerndem Abstieg der Nominalzinskurve zustrebte (vergl. hierzu auch die Kursniveautabelle S. 15).



b) Die deutschen Aktienmärkte.

Mit dem Beginn der Krisenliquidation setzte sich Ende 1933 auch eine gewisse Belebung an den deutschen Aktienmärkten durch. Diese Besserung liegt im Sinne der neuen Wirtschaftspolitik und damit auf dem Wege zur Konversionsreife. Für die Vorbereitung der Konversion ist es notwendig, daß sich die Kurse der Aktien, besonders der mit stetigen Dividenden, soweit erholen, daß die bisher sehr hohen Aktienrenditen keinen so großen Anreiz mehr gegenüber den Renten gewähren und damit die Kapitalinvestionen am Rentenmarkt mindern. Die Kursbildung selbst zeigte schon vor Ende 1933 vorübergehende Erholung in den Monaten März bis Juni 1933, was wohl auf die Beruhigung der politischen Lage nach der Machtübernahme durch die nationalsozialistische Regierung zurückzuführen ist. Vom Tiefstand des Jahres 1932 nach der Börsenschließung mit 39.1 % [9]) stiegen die Kurse bis zu 64.2 % im April 1933. Dann trat wieder ein geringer Rückschlag ein, bis dann ab November 1933 sich ein ruhiger, aber steter Aufstieg durchsetzte. Einen kleinen Rückschlag brachten noch einmal die letzten Monate des Jahres 1934, als die bereits erwähnte Ungewißheit über das Anleihestockgesetz eine Abschwächung der „schweren" Werte eintreten ließ, die den ganzen Markt beunruhigte. Aber schon in den letzten Wochen vor der Konversion trat eine erneute Aufwärtsentwicklung ein, so daß das Kursniveau Mitte Januar 1935 einen Stand von 82.4 % erreicht hatte.

[9]) Aktienindex d. Reichskreditges. a. a. O., Heft 1933/34, 54.

Kursentwicklung der Aktien in Deutschland 1925 = 100.

Monat	1932 gesamt	1933 gesamt	1934 gesamt	1934 Bergbau u. Schwerind.	1935 gesamt
Januar	—	52.9	70.2	75.4	82.38 [1]
Februar	—	54.0	73.9	80.0	—
März	—	60.7	77.0	83.1	—
April	39.1 [2]	64.4	75.0	81.1	—
Mai	39.8	63.2	73.3	79.9	—
Juni	40.0	62.1	76.2	84.9	—
Juli	41.0	59.9	77.7	86.3	—
August	44.6	57.2	80.0	89.0	—
September	50.9	51.3	83.1	91.5	—
Oktober	47.3	50.9	83.2	89.3	—
November	48.2	52.2	80.4	85.9	—
Dezember	51.2	55.7	79.8	85.5	—

[1]) Errechnet aus drei Wochen.

[2]) Berliner Börse bis 11. April 1932 geschlossen. Letzter Kurs vor Börsenschließung aus Durchschnitt vom 1. bis 20. Juli 68.8 %.

Tabelle ist zusammengestellt aus den Angaben der Reichskreditgesellschaft, a. a. O., Hefte 1932/1933/1934 und der Wochenberichte des Instituts für Konjunkturforschung.

Einen guten Einblick in die Struktur des deutschen Aktienmarktes gewährt eine vom Statistischen Reichsamt durchgeführte Berechnung von Dividende, Kurswert und Rendite sämtlicher an der Berliner Börse notierten Aktien:

	Stand am 31. Oktober				
	1929	1930	1932	1933	1934
Zahl der erfaßten Aktien	809	775	670	603	566
Nominalkapital in Mill. RM	10 902	10 894	10 528	9 862	9 161
Durchschnitts-Kurs in %	132.2	101.7	60.2	68.7	92.8
Kurswert in Mill. RM	14 409	11 073	6 337	6 778	8 502
Dividenden-Aussch. in %	8.39	8.07	2.75	3.18	3.50
Dividenden-Aussch. in Mill. RM	914	879	289	313	320
Rendite in % [1])	6.35	7.94	4.57	4.63	3.77

[1]) Dividende bezogen auf Kurswert.

Aus der vorstehenden Aufstellung geht hervor, daß Ende 1934 die durchschnittliche Dividende mit 3.5 % noch relativ niedrig liegt. Sie zeigt aber auch weiter, daß die Steigerung der Dividenden bei weitem noch nicht an die Grenze heranreicht, die das Anleihestockgesetz mit 8 bzw. 6 % zieht. So ist es auch erklärlich, daß dieses Gesetz bis zu diesem Zeitpunkt noch keine bedeutenden Wirkungen hervorgerufen hat. Wie bereits erwähnt, hatte man damit gerechnet, daß jährlich für 40 Mill. RM Rentenwerte auf-

gekauft werden könnten. Die „Wirtschaftskurve" der Frankfurter Zeitung [10]) gibt für das Geschäftsjahr 1933/34 folgende Zahlen an:

Dividenden von Industriegesellschaften [1]).

Geschäftsjahr	keine Div.	bis zu 5 %	6—10 %	über 10 %
1930/31	45	15	33	7
1931/32	65	14	17.5	3.5
1932/33	61	18	18	3
1933/34	45	28	24	3

Dividenden von Aktienbanken [1]).

Geschäftsjahr	keine Div.	bis zu 5 %	6—10 %	über 10 %
1930/31	11	14.5	51	23.5
1931/32	40	24	32.5	3.5
1932/33	31	38	29	2
1933/34	32	52	14	2

[1]) 1933/34 lagen noch nicht alle Abschlüsse vor. Erfaßt sind die an der Berliner und Frankfurter Börse notierten Papiere.

Die Zahlen lassen erkennen, daß die wirtschaftlichen Maßnahmen der Regierung auch hier den Niedergang der letzten Jahre in eine Aufwärtsbewegung umgewandelt haben. Die vollen Auswirkungen kann jedoch erst das Geschäftsjahr 1934/35 zeigen.

c) Neue Kapitalbildung.

Mit der Besserung der Einkommensverhältnisse geht Hand in Hand eine fortschreitende Kapitalbildung. Waren die beiden Jahre vor 1933 von einer gefährlichen Schrumpfung des Geld- und Kapitalvolumens gekennzeichnet, so hat das Jahr 1933 zwar noch keine umfangreiche Neukapitalbildung, jedoch schon ein Aufhören der Schrumpfungserscheinungen gebracht. Dies zeigt sich deutlich bei den Sparkassenzahlen. Der für die Beurteilung der Kapitalbildung besonders wichtige Saldo aus reinen Auszahlungen und Einzahlungen zeigt für das Jahr 1933 einen Ueberschuß von 350 Millionen RM. Im Jahre 1934 ist ein Ueberschuß von 330 Millionen RM zu verzeichnen. Außerdem erhöhten sich die Spareinlagen und Zinsgutschriften für 1933 um 390, für 1934 um 376 Millionen RM. Die Lage der deutschen Sparkassen hat damit eine erfreuliche Entspannung und Verflüssigung erfahren.

[10]) Die Wirtschaftskurve, Jahrgang 1934/35, 282.

Die Spartätigkeit bei den deutschen Sparkassen in Mill. RM.

Zeit	Saldo aus reinen Ein- und Auszahlungen	Zinsgutschriften	Einlagenveränderung (ohne Aufwertung)	Bestand der [1]) Spareinlagen am Jahresende bzw. Monatsende
1930	+ 875	+ 539	+ 414	10 400
1931	— 1 407	+ 582	— 825	9 722
1932	— 631	+ 410	— 221	9 917
1933	+ 358	+ 390	+ 748	10 808
1934	+ 330	+ 376	+ 706	12 356
1935 Januar	+ 151	+ 179	+ 330	12 688

[1]) Zahlen nach der Monatsstatistik.
Tabelle ist entnommen aus: Reichs-Kreditgesellschaft, Deutschlands wirtschaftliche Entwicklung im ersten Halbjahr 1935.

Weitere Träger der Kapitalbildung sind die Versicherungen. Die Angestelltenversicherung und die Lebensversicherungsunternehmungen haben schon seit 1933 einen beträchtlichen Kapitalanlagezuwachs zu verzeichnen, die Invalidenversicherung jedoch erst seit 1934.

Trotz dieser erfreulichen Zahlen aus der Spartätigkeit darf man nicht verkennen, daß die gesamte Kapitalbildung sich noch nicht so recht dem Wirtschaftsaufschwung angepaßt hat. Aber in starkem Maße hat eine indirekte Kapitalbildung stattgefunden durch eine beachtliche Schuldentilgung. Diese ist ja die Voraussetzung für eine regelrechte Kapitalienbildung. Eine wesentliche Bedingung dafür bildet das Gesetz über das Kreditwesen, dessen Auswirkungen sich vor der Konversion noch nicht zeigen konnten.

d) Die Emissionstätigkeit.

Im Gegensatz zu den anderen Teilgebieten der Kreditmärkte läßt der deutsche Emissionsmarkt jede Aktivität vermissen. Der Rückbildungsprozeß, der mit der Krise 1931 einsetzte, ist bei Pfandbriefen, Kommunal- und Industrieobligationen und auch bei den Aktienwerten nicht zum Stillstand gekommen. Hier tritt ein grundlegender Unterschied gegenüber früheren Konjunkturperioden hervor, die stets steigende Emissionen an Renten und Aktien verzeichnen konnten. Den Grund hierfür muß man in der Art der heutigen Wirtschaftsankurbelung suchen, die nicht auf private Investitionstätigkeit, sondern im wesentlichen Ausmaß auf der Initiative des Staates beruht. Die Gemeindeumschuldungsanleihe, die auf Grund des Gemeindeumschuldungsgesetzes aufgelegt worden ist, kann nur als Umtauschtransaktion gewertet werden, da der größte Teil dieser Anleihe den Markt überhaupt nicht berührt hat. In den Bilanzen der Geldanstalten ist lediglich eine Umbuchung von Debitorenkonto auf Effektenkonto vorgenommen worden.

Emissionstätigkeit am deutschen Kapitalmarkt in Mill. RM.

Zeit	Inländische Kapitalaufnahme						Ausländ. Wertpapiere [im Inland aufgelegt)
	öffentl. Hand			priv. Hand			
	Anleihe	Steuergutscheine	Komm.Oblg.	Pfandbr.	Anl.	Akt.-Bareinzahlg.	
1930	529	—	429.6	1 021.8	35	555	—
1931	65	—	88.6	226.3	1	635	7
1932	246	263.2	—83.0	— 376.9	10	150	—
1933	22	952.1	—61.6	— 174.6	2	90	—
1934	75	258.7	—51.6	— 84.4	4	143	—

Ohne Gemeindeumschuldungsanleihe.
Tabelle ist zusammengestellt nach den Angaben der Reichs-Kreditges., a. a. O., Hefte 1930—1935.

e) Erste Pfandbriefemission.

Die Konsolodierung der deutschen Kreditmärkte hat also bis zum Erlaß der großen Konversion erfreuliche Fortschritte gemacht. Die Aufnahmefähigkeit des deutschen Kapitalmarktes war bereits 1934 recht beträchtlich. Obgleich kaum Neuemissionen stattfanden, suchten etwa für 1 Milliarde RM neue Titel Unterkunft[11]). Unerwartet schnell machte sich um die Jahreswende 1934/35 eine anhaltende Nachfrage nach langfristigen Wertpapieren geltend. In der ersten Woche des neuen Jahres wurden, zum erstenmal nach mehrjähriger Unterbrechung, neue Pfandbriefemissionen angekündigt, und zwar zu dem erheblich gesenkten Zinssatz von 4½ %. Aus der Vielzahl der Anträge der Realkreditinstitute auf Zulassung von Pfandbriefemissionen wurde als erster der Hamburger Hypothekenbank die Ausgabe von 10 Mill. RM Pfandbriefen zu 4½ % genehmigt. Diese erste neue Pfandbriefemission hatte eine besondere Bedeutung. Einer ersten Prüfung „auf Konversionsreife" wurde der Kapitalmarkt bereits Mitte 1934 unterzogen, als die 4%ige Reichsanleihe zum Kurse von 95 % ausgegeben wurde. Es handelte sich hierbei zwar im wesentlichen um eine Umwandlungsanleihe — der Reichsanleihe von 1929 und der Neubesitzanleihe —, doch war zu erkennen, daß die Herabsetzung der Zinssätze dem Kapitalmarkt möglich geworden war. Die neue 4½%ige Pfandbriefemission hatte den sehr hohen Ausgabekurs von 94¾ %, wenn man bedenkt, daß die 6%igen Pfandbriefe in den ersten drei Wochen des Januar 1933 einen Kurs von 96.07 % auswiesen. Die Emission war trotzdem ein voller Erfolg; die Nachfrage war so stark, daß die Zuteilungen repartiert werden mußten.

[11]) Der deutsche Volkswirt, Jahrgang IX, 15, 651.

Teil II:

Die Zinskonversion des Jahres 1935.

A. Darstellung der Konversion.

Um die Jahreswende 1934/35 traten die Ergebnisse der Kapitalmarktpolitik der Reichsregierung sichtbar hervor. Die Kurse der sechsprozentigen Werte näherten sich der Parigrenze oder erreichten diese sogar. Allgemein wurde dies als Zeichen dafür gewertet, daß sich die „Wertpapierinhaber auf eine Herabsetzung des Zinses eingerichtet hatten". Auch die erfolgreiche, seit längerer Zeit erste Pfandbriefemission in der ersten Woche des Jahres 1935 eröffnete weiter günstige Aussichten für eine freiwillige und organische Zinssenkung. Die Reichsregierung glaubte denn auch hieraus erkennen zu können, daß die deutschen Kreditmärkte, insbesondere der deutsche Kapitalmarkt, soweit wieder ihre Funktionsfähigkeit erlangt hätten, daß mit der Emissionsreife auch die Konversionsreife gekommen war.

Die planmäßigen Bemühungen der Reichsregierung zur Förderung der Verhältnisse am Kapitalmarkt und zur Vorbereitung einer freiwilligen und organischen Zinssenkung, deren wichtigste Meilensteine die im ersten Teil der vorliegenden Arbeit besprochenen kreditmarktpolitischen Maßnahmen sind, fanden ihre Erfüllung in zwei kurz aufeinanderfolgenden Gesetzen über eine allgemeine Senkung der Zinssätze am Rentenmarkt. Das Gesetz über die Durchführung einer Zinsermäßigung bei Kreditanstalten vom 24. Januar 1935 leitete die Aktion mit der Zinssenkung bei Pfandbriefen und Kommunalobligationen ein. Das Gesetz über Zinsermäßigung bei den öffentlichen Anleihen vom 27. Februar 1935 vollendete die freiwillige Zinsherabsetzung von über 10 Milliarden RM deutscher festverzinslicher Wertpapiere von 6 auf 4½ %.

1. Die Konversion der Pfandbriefe, Kommunalobligationen und verwandten Schuldverschreibungen.

Das Gesetz über die Durchführung einer Zinsermäßigung bei Kreditanstalten vom 24. Januar 1935 ermächtigt die deutschen Boden- und Kommunalkreditinstitute, die von ihnen ausgegebenen Schuldverschreibungen (Pfandbriefe und Kommunalobligationen) ohne Rücksicht auf die bestehenden Kündigungsfristen mit Wirkung vom 1. April 1935 ab auf einen einheitlichen Zinssatz

von 4½ % zu senken, soweit ihr bisheriger Nominalzinssatz über 6 % hinausgeht. Dieses Gesetz beschränkt sich so ausschließlich auf die Boden- und Kommunalkreditinstitute und auf die von ihnen herausgegebenen Pfandbriefe, Kommunalobligationen und verwandten Schuldverschreibungen. Die anderen festverzinslichen Schuldverschreibungen wie die Anleihen der Länder, Gemeindeverbände und Gemeinden und die Industrieobligationen sind von dieser Zinsherabsetzung ausgenommen bzw. einer späteren Regelung vorbehalten. Die Zinssenkung ist freiwillig und organisch. Die Freiwilligkeit zeigt sich darin, daß dem Inhaber solcher Schuldverschreibungen anheimgestellt wird, das Umtauschangebot, zu dem das Gesetz die Kreditinstitute ermächtigt, anzunehmen oder durch ausdrückliche schriftliche Erklärung innerhalb einer Frist von 10 Tagen unter Hinterlegung der Schuldverschreibung abzulehnen. Organisch ist die Zinssenkung, weil sie der gegebenen Marktlage Rechnung trägt und nicht erst eine solche schaffen will, dies besonders im Gegensatz zu der fehlgeschlagenen Zwangskonversion von 1931.

Das Gesetz umfaßt alle von den Boden- und Kommunalkreditanstalten ausgegebenen, zu 6 % und höher verzinslichen Pfandbriefe, Kommunalobligationen und verwandten Schuldverschreibungen. Den Inhabern der 6%igen Schuldverschreibungen wird mit Wirkung vom 1. April 1935 die Senkung des Zinssatzes um 1½ % vorgeschlagen. Soweit der Zinssatz 6 % übersteigt, erhöht sich der Abschlag höchstens um den über 6 % hinausgehenden Betrag. Ausdrücklich ausgenommen von der Konversion sind die nach dem Ausland begebenen Schuldverschreibungen sowie die Aufwertungspapiere. Eine weitere Einschränkung erfährt die Konversion dadurch, daß diejenigen Schuldverschreibungen nicht der Herabsetzung verfallen, die unter das Hypothekenbankgesetz von 1899, das Pfandbriefgesetz von 1927 und das Schiffspfandbriefgesetz von 1934 fallen. Hier handelt es sich vor allem um die Emissionen der Landesbanken von Schleswig-Holstein, Hannover und Sachsen, die in der rechtlichen Form von Provinzialanleihen ausgegeben worden sind. Und schließlich fallen nicht unter die Konversion die Schuldverschreibungen, deren Zinssatz nicht über 4½ % hinausgeht.

Wie die nachstehende Uebersicht zeigt, fallen unter die Konversion etwa 8.2 Milliarden RM Pfandbriefe und Kommunalobligationen. Außerhalb der Konversion bleiben von dem Gesamtumlauf der Boden- und Kommunalkreditinstitute rund 5.6 Milliarden RM.

Nach dem Umlaufsbetrag vom 30. 11. 1934 ergibt sich aus der Konversion eine Zinsersparnis von insgesamt 122.8 Mill. RM. Davon entfallen auf Pfandbriefe 96.2 Mill. RM, auf Kommunalobligationen 26.6 Mill. RM [1]). In dieser Höhe werden die hypo-

[1]) Wirtschaft und Statistik, Jahrgang 15, 2, 76.

Umlauf an Pfandbriefen und Kommunalobligationen am 30. 11. 1934 in Millionen RM.

konvertibel	Hypoth.-Aktienbanken	Öff.rechtl. Kreditanstalten	Sonstige Anstalten	Zusammen
Deckungspflichtige Pfandbriefe 10 %	—	—	—	—
„ 7 ½ %	9.1	27.4	—	36.5
„ 6 ¾ %	2.1	—	—	2.1
„ 6 ½ %	—	—	6.6	6.6
„ 6 %	4 163.2	1 982.8	169.1	6 315.1
„ 5 %	28.0	11.9	0.3	40.2
zusammen	4 202.4	2 022.1	176.0	6 400.5
Deckungspflichtige Kommunal-Obligationen 10 %	—	—	—	—
„ 7½ %	0.6	—	—	0.6
„ 6 %	741.4	1 023.7	—	1 765.1
„ 5 %	20.4	0.7	—	21.1
zusammen	762.8	1 024.4	—	1 786.8
Insgesamt	4 964.8	3 046.5	176.0	8 187.3
nicht konvertibel				
Liquidat.-Pfandbriefe	1 174.8	385.9	59.5	1 620.2
Aufwertg.-Schuldverschrb.	25.9	394.2	—	420.1
Osthilfe-Entschuld.-Brf.	—	—	78.1	78.1
Komm. Umschuldungsanl.	—	—	2 686.9	2 686.9
Auslandspfandbriefe	112.6	85.8	160.1	358.5
Auslandskomm. Oblig.	7.5	118.1	—	125.6
Umtauschanleihen	—	21.7	42.1	63.8
deckungspflicht. Pfandbr. u. Komm. Oblig. unter 5 %	14.1	40.0	6.5	60.8
nicht deckungspflicht. Pfandbr. u. Komm. Oblig.	3.8	141.5	67.6	212.9
zusammen	1 338.7	1 187.2	3 100.8	5 626.7

Tabelle ist zusammengestellt nach den Angaben in „Wirtschaft und Statistik", 15. Jahrgang, Nr. 2, 76.

thekarischen und kommunalen Schuldner der Hypothekenbanken vom 1. Oktober an entlastet. Es ist jedoch zu bedenken, daß die Zinskonversion einen Einnahmeausfall für die Gläubiger bedeutet, die sich zu einem Teil aus den Geld- und Kreditanstalten — Lebensversicherungen, Sozialversicherungen und Sparkassen — zusammensetzen. Diese haben einen wesentlichen Teil der festverzinslichen Wertpapiere übernommen. Bei den Sparkassen ist dieser Einnahmeausfall dadurch ausgeglichen worden, daß diese die Möglichkeit haben, mit Hilfe der gleichzeitig mit dem Konversionsgesetz aufgelegten neuen Reichsanleihe 500 Mill. RM Li-

quiditätsreserven mit niedrigem Zinsertrag in Schuldverschreibungen mit einem Zinsertrag von 4½ % umtauschen zu können.

Die zum Gesetz vom 24. Januar 1935 erlassene zweite Durchführungsverordnung vom 27. März 1935 bringt u. a. einige Ergänzungen, die den Umfang der Konversion betreffen. Zunächst wird bestimmt, daß die Kreditanstalten verpflichtet sind, für alle gewährten Hypotheken, Grundschulden und Forderungen gegen öffentliche Körperschaften die Zinsen um 1½ % zu senken. Wenn die Schuldverschreibungen mit mehr als 6 % verzinslich waren, so müssen auch die Deckungshypotheken um einen entsprechend höheren Satz als 1½ % entlastet werden. Dann setzt die Durchführungsverordnung noch einige weitere Ausnahmen fest, die nicht unter die Zinssenkung fallen. Das sind

1. Forderungen, deren Verzinsung einschl. Verwaltungskostenbeitrag weniger als 6 % beträgt;
2. Forderungen, die im Rahmen des bankmäßigen Personalkredits entstanden sind;
3. Forderungen aus Darlehen, bei denen keine langfristige Kreditgewährung beabsichtigt war;
4. Vorschüsse aus Darlehen, die langfristig aufgenommen werden sollten (Zwischenkredite);
5. Forderungen aus Fremdgeldern, deren Verzinsung nicht der Zinsermäßigung unterliegt.

Durch diese Ergänzungsregelung ist der Gesamtumfang der unter die Zinsermäßigung fallenden Schuldverschreibungen nur unwesentlich verringert worden. Am 1. April 1935 ist die Zinssenkung der Pfandbriefe und Kommunalobligationen in Kraft getreten. Der Umlauf dieser Schuldverschreibungen hat sich seit Erlaß des Gesetzes vom 24. Januar 1935 etwas verändert. Das endgültige Bild der an der Konversion beteiligten Schuldverschreibungen ergibt sich aus der Statistik der Boden- und Kommunalkreditinstitute vom 31. März 1935

	in 1000 RM
Pfandbriefe	6 397 439.5
Kommunalobligationen	1 727 881.6
Sonstige Schuldverschreibungen	193 798.2
zusammen	8 319 119.3

Ab 1. April 1935 gilt der durch die Konversion erreichte Zinssatz von 4.50 %, der Ende März im Durchschnitt noch auf 5.95 % stand.

Das Konversionsgesetz sieht vor, daß dem Inhaber der Schuldverschreibung eine einmalige Entschädigung in Höhe von 2 % des Nennbetrages der Schuldverschreibung vom Schuldner zum 1. April gezahlt wird. Dazu kommt, daß der Schuldner auch die Kosten der Umwandlung in Höhe bis zu ½ % zu tragen hat, so

daß eine Gesamtbelastung für den Schuldner in Höhe von 2½ % festgesetzt wird. Die zweite Durchführungsverordnung brachte auch hier eine Aenderung, indem sie die Entschädigung auf 1¾ % festsetzt, jedoch die Gesamtkostenhöhe auf 2½ % beläßt. Diese den Gläubigern zugestandene Entschädigung und die Umtauschkosten bedingen die zwar einmalige, aber doch recht erhebliche Aufwendung von 170 bis 205 Mill. RM, die von den Schuldnern aufgebracht werden muß.

Als wesentliche Vorschrift des Gesetzes ist noch die Regelung zu erwähnen, die dem Inhaber der Schuldverschreibung freistellt, die Konversion anzunehmen oder abzulehnen. Wenn der Inhaber der Schuldverschreibung das Angebot des Kreditinstituts erhält, hat er eine Frist von 10 Tagen, sich zu dem Angebot zu äußern. Stillschweigen bedeutet Zustimmung. Die im Ausland wohnenden Inhaber von Schuldverschreibungen haben billigerweise längere Fristen. Bei Ablehnung muß die Schuldverschreibung bei einer Bank hinterlegt werden. Hierzu brachte die erste Durchführungsverordnung vom 1. März 1935 eine Verschärfung, die die Hinterlegung bei der Angebots-Kreditanstalt vorschrieb. Außerdem bleibt die Schuldverschreibung dauernd in der Verwahrung der Kreditanstalt. Die Börsennotierung fällt für die Stücke fort und damit die Beleihungsmöglichkeit bei der Reichsbank.

2. Die Konversion der öffentlichen Anleihen.

Das Gesetz über Zinsermäßigung bei den öffentlichen Anleihen vom 27. Februar 1935 führt die am 24. Januar begonnene Zinssenkung weiter. War bisher die Konversion der Anleihen privater Schuldner durchgeführt worden, so erstreckt sich die neue Zinsermäßigung auf den Bereich der öffentlichen Wirtschaft und vollendet so die Senkung der Zinssätze langfristiger Anlagetitel. Das zweite Konversionsgesetz stimmt weitgehend mit dem ersten überein. Die Voraussetzungen für die Konversion sind gegeben nach erfolgreicher Durchführung der Gemeindeumschuldung (vergl. auch S. 11) in der günstigen Entwicklung der Kursentwicklung am Markt der öffentlichen Anleihen mit den bekannten Zeichen einer Konversionsreife. Man kann auch diese Konversion im gleichen Sinne organisch nennen wie die Pfandbriefkonversion. Ebenso ist die Freiwilligkeit gewahrt worden, denn auch hier hat der Gläubiger das Recht, während einer Frist von 10 Tagen seine Zustimmung oder Ablehnung der Zinsherabsetzung zu erklären. Die weiteren diesbezüglichen Vorschriften sind die gleichen wie die des Gesetzes vom 24. Januar 1935. Eine erwähnenswerte Aenderung zum ersten Gesetz ist jedoch darin gemacht worden, daß diesmal nicht der einzelne Schuldner das Angebot auf Zinsherabsetzung macht, sondern daß dieses Angebot für alle Schuldner durch das Gesetz bekannt gemacht wird. Auch die materielle Seite stimmt mit dem Gesetz vom 24. Januar überein und kennzeichnet so den organischen Zu-

sammenhang beider Zinssenkungsgesetze. Es wird nämlich auch für die öffentlichen Anleihen die Herabsetzung der 6 % und mehr betragenden Zinsen auf 4½ % mit Wirkung vom 1. April 1935 angeboten. Ebenso wird eine Konversionsprämie von 2 % des Nennbetrages der Schuldverschreibungen gezahlt (die 2. Durchführungsverordnung vom 28. März 1935), die übrigens für beide Konversionsgesetze gilt, änderte allerdings die Prämie von 2 % im ersten Konversionsgesetz auf 1¾ %, jedoch diesmal nicht schon zum 1. April, sondern erst zum 30. Juni 1935. Diese 2%ige Konversionsprämie und die höchstens ½ % betragenden Umtauschkosten, die ja auch für die Anleihekonversion zu zahlen sind, machen als einmalige Aufwendung etwa 42—52 Mill. RM aus.

Einbezogen in die Konversion der öffentlichen Anleihen sind Forderungen, die mit 6 % und höher verzinslich sind. Ausdrücklich ausgeschlossen sind die Aufwertungsschuldverschreibungen, d. h. die Alt- und Neubesitzanleihen der öffentlichen Körperschaften, und die Auslandsanleihen, ferner Schuldverschreibungen mit dem Charakter kürzerfristiger Schatzanweisungen, bei denen der noch ausstehende Gesamtbetrag in voller Höhe oder zu mehr als 50 % bis 1937 fällig wird bzw. infolge eines Stundungsabkommens erst 1938. Auch die Proteststücke aus der Gemeindeumschuldung fallen nicht mehr unter die Konversion. Von den Reichsanleihen fallen nur die sogenannten Entschädigungsschuldbuchforderungen für Kriegs- und Polenschäden unter das Gesetz, jedoch nur, soweit sie nicht bis 1937 fällig werden. Die Konversionsprämie fällt billigerweise für alle kürzerfristigen Schuldverschreibungen, die z. B. schon im Kalenderjahr 1935 fällig wurden, fort, da sie ja einen ungerechtfertigten Vorteil bedeuten würde.

Diese Einschränkungen bewirken, daß von der Anleihenkonversion nur ein verhältnismäßig kleiner Teil aller Anleihen erfaßt wird. Von dem Gesamtumlauf der öffentlichen Anleihen in Höhe von rund 11 Milliarden RM fallen unter die Konversion nur rund 2.08 Milliarden RM. Große Beträge öffentlicher Anleihen, besonders die Aufwertungspapiere, haben nämlich bereits einen Zinssatz von 4½ % oder wenig darüber. Auch sind wieder die Auslandsanleihen von der Konversion ausgenommen, wie übrigens bei allen Zinssenkungsmaßnahmen seit 1931 — die Brüningsche Zwangskonversion bezog sich auch nicht auf Auslandsanleihen.

Bei den Reichsschuldverschreibungen fallen die bis 1937 fällig werdenden Wiederaufbauzuschläge nicht unter die Konversion. Bei den Ländern werden alle seit der Währungsstabilisierung aufgenommenen Schuldverschreibungen sowie ein Teil der Schatzanweisungen und Festwertanleihen konvertiert. Der nicht betroffene Betrag stellt sich auf 0.40 Milliarden RM = 19 % [2]) der

[2]) Wirtschaft und Statistik, Jahrgang 15, 6, 223.

Umlauf der öffentlichen Anleihen in Millionen RM.

	Schuldverschrb. Reich[1]) Schuldbuchford. u. Schatzanweisung. öffentl. Schuldn.	Länder einschl. Hansestädte[2])	Gemeinden[2])	Gem.-verbände[2])	Zweckverbände[2])	zusammen
1. Reichsschuldbuchforderg.[3])	959.4	—	—	—	—	959.4
2. Inlandsschuldverschreibungen Neuverschuldung	—	386.1	597.9	76.1[4])	24.2	1 084.3
3. Inlands-schatzanweisung	—	1.6	17.8	—	—	19.4
4. Festwertschuldverschreibg.	—	9.7	2.7	0.9	—	13.3
zusammen	959.4	397.4	618.4	77.0	24.2	2 076.4
nicht konvertierbar						
1. Reichsschuldbuchforderg.[3]) fällig bis 1937	169.5	—	—	—	—	169.5
2. Wiederaufbauzuschläge	84.0	—	—	—	—	84.0
3. Inlandsschuldverschreibungen Neuverschuldung unter 6 %	682.6	—	—	—	—	682.6
4. Inlandsschatzanweisung fällig bis 1937 unter 6 %, noch umzuschulden, od. Umschuldg. abgelehnt	1 706.6	597.4	41.9	4.4	—	2 350.3
5. Festwertschuldverschreibg. unter 6 %	11.1	1.8	5.5	0.1	—	18.5
6. Auslandsschuldverschreibg.	1 433.9	269.8	253.5	0.2	14.8	1 972.2
7. Aufwert.-Schuldverschreibg.	3 335.5	73.9	186.1	32.8	—	3 628.3
zusammen	7 423.2	942.9	541.7	37.5	14.8	8 960.1
Insgesamt	8 382.6	1 340.3	1 160.1	114.4	39.0	11 036.5

[1]) Stand am 31. Dezember 1934.
[2]) Stand am 30. September 1934.
[3]) Auf Grund des Kriegsschädenschlußgesetzes vom 30. März 1928 oder der Polenschädenverordnung vom 14. Juli 1930 eingetragen.
[4]) Ohne die Anleihen der Provinzen Schleswig-Holstein, Hannover und Sachsen für ihre Landesbanken, die nicht als öffentliche Schulden gezählt sind.

Die Tabelle ist entnommen aus „Wirtschaft und Statistik", Jahrg. 15, 6, 222.

konvertierten Schulden. Bei den Gemeinden und Gemeindeverbänden, die bereits durch die Umschuldung und die Zinssenkung der Kommunalobligationen vom Januar ihre größte Zinsentlastung erfahren haben, werden jetzt rd. 0.69 Milliarden RM [2]) konvertiert. Die Kommunalschatzanweisungen werden wenig betroffen, weil sie kurzfristiger sind, noch in die Umschuldung fallen oder ihre Umschuldung abgelehnt wurde. Den größten Anteil an der Konversion hat das Reich mit 46 %, dann die kommunalen Verbände mit rd. 33 %.

Nach dem Umlaufsbetrag von Ende 1934 ergibt sich eine jährliche Zinsersparnis durch die Ermäßigung der Zinsen der öffentlichen Anleihen von rund 29 Millionen RM. Hierin sind nicht enthalten Reichsschuldbuchforderungen, die den Entschädigungsberechtigten ununterbrochen gehört haben, mit rund 170 Millionen RM [2]), weil bei diesen Anleihen auf Antrag ein Zinszuschlag von 1½ % gewährt wird, d. h. praktisch bleibt hier die alte Zinshöhe bestehen. Die Zinsersparnis durch diese Konversion reicht also nicht an die durch die erste Zinssenkung heran, die 122.8 Mill. RM beträgt.

Als wesentliche Vorschrift des Gesetzes ist die Bestimmung über einen Härtefonds zu nennen, der gleichzeitig auch für das Gesetz über die Konversion der privaten Schulden gilt. Die zweite Durchführungsverordnung besagt, daß die Kreditanstalten einen Beitrag zu dem Härtefonds abzuführen haben, der bedürftigen Personen zugute kommen soll. Die Anstalten können eine solche Abzweigung natürlich nur von den ½ % vornehmen, die sie über die Konversionsprämie von 2 % erhalten. Nach einer unter dem 7. Februar 1936 erlassenen Verordnung ist dann bestimmt worden, daß bedürftige Personen, die gemäß den beiden Zinssenkungsgesetzen vom Januar und Februar 1935 die Angebote auf Zinsherabsetzung angenommen haben, Härtebeihilfen unter gewissen Voraussetzungen erhalten können.

Die übrigen Vorschriften der Anleihenkonversion stimmen, wie bereits erwähnt, weitgehend mit den Vorschriften des ersten Zinssenkungsgesetzes überein, so daß keine weiteren Angaben von wesentlicher Bedeutung darüber zu machen sind.

3. Der Erfolg der Umtauschangebote.

Mit diesem zweiten Konversionsgesetz ist die organische Zinssenkung am deutschen Kapitalmarkt abgeschlossen worden. Eine Ausnahme bilden nur die Industrieobligationen, die von den Zinssenkungsgesetzen nicht erfaßt worden sind und weiter den alten Zinssatz von 6 % behalten haben. Die Politik der freiwilligen und organischen Zinskonversion der Reichsregierung ist durch den verschwindend geringen Prozentsatz der Ablehnungen eindrucksvoll bestätigt worden. Für die Zinsermäßigung für Pfandbriefe und Kommunalobligationen gingen lt. amtlicher Meldung insgesamt nur 22.5 Mill. RM Proteststücke ein; bei einem Gesamtkonversionsbetrag von über 8.3 Milliarden RM sind das nur 0.27 %. Gegen die Konvertierung der Anleihen sind Widersprüche in Höhe von 12.33 Mill. RM geltend gemacht worden, was bei einem Gesamtkonversionsbetrag von 2.1 Milliarden RM nur 0.6 % ausmacht. Dieser etwas höhere Ablehnungssatz, der sich trotzdem in den großen Erfolg der Konversion gut einfügt, ist darauf zurückzuführen, daß sich öffentliche Anleihen in außerordentlich großem Umfange im Besitz von Kleinrentnern und Sparern befinden, bei

denen der Zinsertrag einen wesentlichen Teil ihres Lebensunterhaltes ausmacht. Es liegen also bei den beiden großen Konversionen, die mit Wirkung vom 1. April 1935 für rund 10 392 Mill. RM deutscher festverzinslicher Werte einen einheitlichen Zinssatz von 4½ % festsetzten, Proteststücke in Höhe von nur insgesamt 34.8 Mill. RM vor. Dieser große Erfolg wird besonders deutlich, wenn man die letzten großen ausländischen Konversionen zum Vergleich heranzieht. So stimmten bei der großen englischen Konversion vom Sommer 1932 8 % des Umlaufs der Zinsherabsetzung nicht zu, in Frankreich waren es im Herbst 1932 5 % und in Italien im Februar 1934 immerhin noch 2 %. Bei der deutschen Konversion errechnet sich, wenn man die Summe der Proteststücke beider Konversionsteile nimmt, ein Prozentsatz von nur 0.34 %.

4. Einzelfragen der Zinskonversion.

Wenn man die deutsche Zinsherabsetzung der langfristigen festverzinslichen Werte mit ähnlichen Maßnahmen früherer Zeit oder des Auslandes vergleicht, so taucht die Frage auf, warum jetzt die Konversion in zwei Etappen durchgeführt worden ist. Dies liegt wohl daran, daß die Reichsregierung auf jeden Fall jeden Eingriff vermeiden wollte, der irgendwie nach Zwangskonversion aussehen könnte. Der Gesetzgeber war sich zwar klar darüber, daß dank seiner Vorbereitungsmaßnahmen die Konversionsreife gekommen war, jedoch konnte er nicht sicher sein, ob auch die deutschen Sparer und Rentenbesitzer genug Einsicht besaßen, um den Tatbestand der Konversionsreife zu erkennen und sich der wirtschaftlichen und politischen Notwendigkeit einer Zinsverbilligung nicht zu verschließen. Es lag von vornherein nahe, den ersten Vorstoß in die Senkung des nominellen Zinssatzes auf dem Gebiete des Pfandbriefes vorzunehmen. Der Pfandbrief hat nach den Eingriffen in der Krisenzeit 1931 am stärksten das Vertrauen der deutschen Sparer und Kapitalanleger wiedergefunden und drückte dies auch in seinem Kursstand aus. Auch bestand ja vor Erlaß der Zinssenkungsgesetze eine ausgesprochen intensive Nachfrage nach Pfandbriefen, die sich in dem bereits mehrfach erwähnten außerordentlichen Erfolg der ersten Pfandbriefemission zeigte. Wenn in den ersten Teil der Zinssenkung auch Kommunalobligationen hereingenommen wurden, so liegt das daran, daß man gesetzestechnisch rein juristisch und nicht in allen Fällen dem wirtschaftlichen Tatbestand voll entsprechend vorgehen konnte. Es wurden zuerst die Schuldverschreibungen erfaßt, die auf Grund des Hypothekenbankgesetzes von 1899 und des Gesetzes über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten von 1927 ausgegeben worden sind. Hierzu gehören aber auch die Kommunalobligationen. Doch fällt wenigstens ein Teil der Kom-

munalobligationen in denselben wirtschaftlichen Rahmen wie Pfandbriefe, da sie häufig dazu dienten, die Gewährung von Ib-Hypotheken beim Wohnungsbau zu ermöglichen.

Nachdem nun die Pfandbriefkonversion das Vorgehen der Reichsregierung durch den fast hundertprozentigen Erfolg voll gerechtfertigt hatte, konnte man auch daran gehen, die öffentlichen Anleihen in ihren Zinssätzen zu ermäßigen, ohne noch Gefahr zu laufen, daß diese zweite Aktion ein Mißerfolg werden würde. Man entschloß sich auch, in der Technik des Gesetzes denselben Weg zu gehen, da man hierin mit dem ersten die besten Erfahrungen gemacht hatte. Der auch hier fast hundertprozentige Erfolg bewies, daß nicht nur die technische, sondern auch die psychologische Konversionsreife gegeben war, die darin besteht, daß der Anleihenbesitzer sich ganz und gar darauf eingestellt hatte, auf einen Teil seiner Zinseinnahmen zu verzichten, um den öffentlichen Finanzen und damit dem ganzen Volke eine Entlastung zu gewähren, die einige Wochen vorher der Pfandbriefbesitzer bereits der Wirtschaft zukommen ließ.

Nach Erlaß des ersten Konversionsgesetzes bestand natürlich die Möglichkeit, die der Konversion unterliegenden Wertpapiere gegen solche einzutauschen, die bis dahin konversionsfrei geblieben waren. Da aber einen Monat darauf auch die übrigen Werte des Rentenmarktes zur Konversion aufgerufen wurden, hätte ein Wertpapierbesitzer, der sich auf diese Weise der Zinssenkung zu entziehen versuchen wollte, nur Kosten gehabt, aber keinen Vorteil. Für absehbare Zeit stellen die neuen 4½ %igen Wertpapiere einen Rententyp dar, der eine gute Realverzinsung bietet und von keinem anderen Wertpapier gleich sicher und leicht mobilisierbarer Art erreicht wird. Aus diesem Grunde brauchte man größere Verschiebungen auf den einzelnen Märkten nicht zu erwarten. Ein „Hineingehen" in die Aktien wäre sinnlos gewesen, da deren Durchschnittsrendite noch unter 4 % lag. Auch war mit der Chance, bei den Aktienwerten aus Dividendenerhöhungen Nutzen zu ziehen, nur sehr gering. Die Folgezeit hat dann gezeigt, daß ein Hinüberwechseln zum Aktienmarkt sich nicht gelohnt hätte. Der Reichskommissar für Preisüberwachung ließ seinerzeit als Warnung eine Verlautbarung durch, daß er im Jahre 1935 das Problem der Preissenkung in diesen Wirtschaftszweigen prüfen müsse, eine Aeußerung, die sicher manche Besitzer konvertierter Wertpapiere vor diesem Schritt zurückgehalten hat.

Der fast hundertprozentige Erfolg der Pfandbriefkonversion brachte die Lösung eines schwierigen Problems, das bei einer größeren Zahl an Protesten schwer lösbar gewesen wäre: in welcher Form soll die Zinsentlastung auf der Pfandbriefseite auf die Hypothekenschuldner umgelegt werden, individuell oder generell? Ein Entscheid darüber erübrigte sich, weil die 1½ % allen Hypothekenschuldnern voll zugute kommen konnten. Die geringen Mehrausgaben, die dadurch entstanden, daß nur für

eine verschwindend kleine Zahl von Schuldverschreibungen infolge der Proteste der alte Zinssatz von 6 % gezahlt werden muß, wurden in den meisten Fällen aus dem halben Prozent Umtauschkosten bestritten.

In den Kursnotierungen der unter die Zinssenkungsgesetze fallenden Schuldverschreibungen haben sich seit dem 1. April 1935 Veränderungen ergeben. Nach dem Wortlaut der Gesetze über die Konversion wird die Umtauschvergütung zusammen mit dem nächsten, nach dem 31. März 1935 fälligen Zinsschein gezahlt. Die Herabsetzung des Zinses erfolgte mit Wirkung vom 1. April 1935. Aber da ein erheblicher Teil der unter die Konversion fallenden Wertpapiere mit Zinsscheinen versehen war, die zu anderen Terminen fällig wurden, ergaben sich anfänglich Schwierigkeiten, wie man die Konversionsprämie bei der Kursnotierung berücksichtigen sollte. Man hätte eigentlich angesichts der verschiedenen Termine, zu denen die Konversionsprämien fällig wurden, ab 1. April die Kursnotierungen für die von einander abweichenden Serien trennen müssen. Dadurch wären, abgesehen von der erheblichen Vergrößerung des Kurszettels, Unstimmigkeiten und Unrichtigkeiten bei der Erteilung von Börsenaufträgen und deren Durchführung eingetreten. Darüber hinaus wären Vergleiche für eine gewisse Zeit zwischen den einzelnen Wertpapieren sehr schwierig gewesen. Um diese Schwierigkeiten auszuräumen, ist folgende Regelung getroffen worden: „Die 4½ %igen Wertpapiere werden ab 1. April 1935 mit Stückzinsenberechnung zu 4½ % ausschließlich Bonus notiert. Der Kurs erfährt einen Abschlag von 2 %. Bei allen vom gleichen Tage ab getätigten Geschäften hat der Käufer bei denjenigen dieser Wertpapiere, bei denen der mit der Zahlung des Bonus von 2 % laufende Zinstermin nach dem 1. April 1935 liegt, dem Verkäufer die 2 % Bonus zu vergüten ..." (aus einer Bekanntmachung des Präsidenten der Berliner Börse). Diese Entscheidung ermöglichte eine einheitliche Notierung aller konvertierten Wertpapiere. Auch ist klar daraus zu ersehen, daß der Abschlag von 2 % für den Bonus nichts mit der Zahlung dieses Bonus zu tun hat, sondern vielmehr eine rein börsentechnische Regelung darstellte. Bei der Zahlung der Konversionsprämie verblieb es bei der in den Gesetzen vorgesehenen Regelung.

Im Interesse der schnellen Abwicklung der Zinssenkungsgesetze liegt die Art und Weise, wie sich der Wertpapierinhaber zu dem Angebot auf Zinsermäßigung verhalten konnte. Wer mit der Zinsermäßigung einverstanden war, brauchte nichts zu tun. Nur derjenige, der sich widersetzen wollte, mußte seine Ablehnung in einer Zehn-Tage-Frist bekanntgeben. Der Reichsbankpräsident Dr. Schacht machte hierzu in seiner Rede vom 25. Januar 1935 bemerkenswerte Ausführungen: „Nur wer nicht einverstanden sein sollte mit dem Umtausch, muß dies erklären, und es ist selbstverständlich, daß derjenige, der nicht umtauscht, gewisse

Formalitäten zu erfüllen hat, die in dem Gesetz genau umschrieben sind und über deren weitere Erledigung der Reichswirtschaftsminister nach Beendigung der vorgeschriebenen Frist von zehn Tagen weitere Ausführungsbestimmungen erlassen wird. Im Gesetz selbst ist vorgesehen, daß die Stücke, für die ein Widerspruch gegen den Umtausch angemeldet wird, der betreffenden Pfandbriefbank oder Kreditanstalt einzusenden sind, daß für diese Stücke die Börsennotiz fortfällt, und damit auch die Beleihungsmöglichkeit bei der Reichsbank. Diese Unbequemlichkeiten für denjenigen, der dem Umtausch widerspricht, sind nicht zu vermeiden, und schließlich kann ja auch niemand verlangen, daß der Staat seine öffentlichen Einrichtungen, Börsen, Banken usw. denjenigen zur Verfügung stellt, die der wirtschaftlichen Gesundungspolitik des Staates ihrerseits keine Unterstützung leihen wollen. . ." Die Regelung im Gesetz über die Ablehnung und diese Rede bedeuten keine Abschwächung der Freiwilligkeit, auf der die ganze Zinssenkung aufgebaut worden ist. Es ist nicht mehr als recht und billig, daß von jedem Inhaber deutscher Wertpapiere freiwillige Mitarbeit an der Wiederbelebung der deutschen Wirtschaft und damit der Erstarkung der Nation verlangt wird. Die Reichsregierung hatte das Recht zu erwarten, daß die Wertpapierinhaber, soweit sie die nationalsozialistischen Grundsätze von Volk und Staat begriffen hatten, die Senkung der Zinssätze nur in den dringendsten Fällen ablehnten. Der große Erfolg der Zinssenkung hat ja dann diese Erwartung vollauf gerechtfertigt.

5. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Zinssenkung.

Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Zinssenkung des Jahres 1935 liegt vor allem darin, daß die alten Schuldverpflichtungen einer Bereinigung zugeführt worden sind. Mit der Senkung der untragbar gewordenen Zinssätze wurden die letzten Inflationsauswirkungen ausgeräumt. Dadurch, daß die Zinsen wieder in ein gesundes Verhältnis zu den Ertragsmöglichkeiten gebracht worden sind, wurde die Möglichkeit für eine Auflockerung der Kapitalien gegeben. Der Schuldner kann jetzt allmählich an einen Abbau seiner Verpflichtungen und damit an eine größere wirtschaftliche Bewegungsfreiheit denken. Weiter war es selbstverständlich, daß der Staat nicht dauernd künstliche Konjunkturbelebung treiben kann. Die Konversion stellt einen entscheidenden Abschnitt in der Wirtschaftspolitik der Reichsregierung dar. Der Weg für eine organische Konjunkturbelebung ist frei geworden, weil die Unternehmertätigkeit in hohem Maße angeregt worden ist. Hierbei kommen wir wieder auf die bereits erwähnte veränderte Bedeutung einer Konversion von heute gegenüber der Vorkriegszeit. Die Konversion ist heute Schrittmacher für eine günstige Entwicklung des Rentenmarktes (vgl. S. 15). Die Planmäßigkeit, mit der die Reichsregierung die Konversion vorbereitete

und durchführte, hat vor allem das Vertrauen der Kapitalbesitzer gefördert. Die Entwicklung am Rentenmarkt sowohl vor als auch nach der Konversion beweist das. Wenn man die günstige Entwicklung des deutschen Kapitalmarktes bis zur Konversion und den Erfolg der Zinsermäßigung zusammen berücksichtigt, muß man erkennen, daß neuer Kapitalbildung alle Wege geöffnet sind. So trägt die erfolgreiche Zinskonversion dazu bei, den Konjunkturaufschwung zu untermauern und zu festigen.

B. Die Wirkungen der Zinskonversion.

1. Die Wirkungen auf den Kapitalmarkt.

Der Erfolg der Zinssenkung drückt sich nicht nur in der außerordentlich geringen Zahl der Proteste aus, sondern auch in großem Maße in der Entwicklung am Markt der konvertierten Schuldverschreibungen. Aus Pressemeldungen geht hervor, daß man zwar nicht bei Beginn der Zinssenkungsaktion mit einer großen Zahl von Protesten gerechnet hatte, aber daß man befürchtete, ein größerer Teil der Inhaber konvertierter Wertpapiere würde Verkäufe tätigen. Diese Befürchtung hat sich als grundlos erwiesen. Schon am zweiten Tage nach der Wiedernotierung — nach beiden Konversionen wurde die Börsennotierung der konvertierten Rentenwerte auf zwei Tage ausgesetzt — zeigte der Markt der Pfandbriefe, Kommunalobligationen usw. wieder sein normales Aussehen. In der Folgezeit ist dann die alte Tendenz am Pfandbriefmarkt deutlich geworden, denn die Nachfrage übertraf vielfach das Angebot. Auch die kleinen Beträge, die in den ersten Tagen nach der Wiedernotierung von den Emissionsinstituten aufgenommen wurden, konnten bald verringert werden. Dieser Erfolg zeigt noch deutlicher als die geringe Anzahl der Proteste, wie sehr die Konversion geglückt war und darüber hinaus, daß die Konversion tatsächlich keine Zwangsmaßnahme gewesen ist, sondern sich den Marktgegebenheiten angepaßt hat. Dieses beweist auch die Tatsache, daß weder die Reichsbank im Wege der Offen-Markt-Politik einzugreifen brauchte, noch der Interventionseinfluß der Emissionsinstitute auf die Probe gestellt werden mußte. Die Entwicklung hat gezeigt, daß der Markt der durch die erste Konversion betroffenen Werte eine außerordentlich starke Widerstandskraft besaß, die vielleicht stärker war als am Markt der später konvertierten Anleihen.

a) Kursniveau.

Gleich nach Erlaß des Gesetzes über die Zinsermäßigung bei Kreditanstalten sanken die Kurse der konvertierten Renten. Die Abschwächung war jedoch nur sehr geringfügig und hielt sich durchschnittlich etwa im Rahmen von 1 %. Erheblich stärker

waren aber die Kursrückgänge der noch nicht konvertierten öffentlichen Anleihen. Anfang Februar 1935 zeigte sich dann die große Widerstandsfähigkeit des Rentenmarktes. Der Kursstand der Konversionswerte hielt sich nicht nur auf dem gleich nach der Konversion gesenkten Niveau, sondern zeigte bei einigen Wertpapieren, z. B. bei den Pfandbriefen der öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten, wieder leichte Kursbesserungen. Die stärkere Kursabschwächung bei den öffentlichen Anleihen, die bereits nach dem sie noch gar nicht betreffenden Konversionsgesetz vom 24. Januar zusammen mit den Kursrückgängen der hierdurch konvertierten Papiere eintrat, lag wohl daran, daß man bei den öffentlichen Anleihen eine im Ausmaß größere Konversion erwartete. Ihr Kursniveau senkte sich im Durchschnitt um über 2 %. Hierdurch ist die Wirkung der Anleihenkonversion vorweg genommen worden. Die Kurse sind dann auch nicht mehr gesunken, sondern sogar abweichend von der Entwicklung bei den Pfandbriefen und Kommunalobligationen leicht gestiegen, da die Konversion hinter dem erwarteten Maß zurückblieb.

Kursniveau der 6 %igen festverzinslichen Wertpapiere.

	21.—26. 1.	28. 1. —2. 2.	4.— 9. 2.	11.— 16. 2.	18.— 23. 2.	25. 2. —3. 3.	4.— 9. 3.	11.— 16. 3.
Pfandbriefe	96.91	95.84	95.90	95.83	95.77	95.74	95.83	96.07
Komm. Obligationen	95.35	94.56	94.58	94.43	94.41	94.44	94.57	94.81
Öffentliche Anleihen	95.37	94.25	93.83	93.01	93.05	93.15	93.82	94.16

Öffentliche Anleihen ohne Reichsanleihen.

Tabelle ist zusammengestellt aus „Wochenbericht des Instituts für Konjunkturforschung" vom 20. 3. 1935.

Diese günstige Kursentwicklung nach den Konversionen war über den technischen Erfolg der Zinssenkung hinaus von großer Bedeutung, da hierdurch die Ausweichungsmöglichkeiten für das Anlegerpublikum sehr beschränkt wurden. Inwieweit Kursveränderungen außerhalb der Börsen im schwarzen Freiverkehr als Folge der Konversion stattgefunden haben, ist statistisch nicht zu erfassen. Man wird aber in der Annahme nicht fehlgehen, daß hier und da Ausweichungsmöglichkeiten durch schnelle Verkäufe wahrgenommen worden sind und dadurch Kursabschläge bei den „schwarzen" Werten hervorgerufen wurden. Im Ganzen gesehen dürften sich hierdurch jedoch wie der Konversionsverlauf zeigt, keine wesentlichen Nachteile für den Erfolg der Konversion ergeben haben.

Die Kurssteigerungen am Rentenmarkt hielten in den nächsten Wochen weiter an und blieben dann von April ab überaus stabil. Das durchschnittliche Kursniveau der 6 %igen Wertpapiere hatte

Ende März 1933 teilweise sogar schon den Stand vor der Zinssenkung fast erreicht oder überschritten. So zeigten

	Jan.[1])	Febr.[1])	März[1])	April[2])	Mai	Juni
Pfandbriefe	96.38	95.82	96.32	95.61	95.96	95.95
Komm. Obligationen	94.84	94.48	94.96	94.08	94.08	94.04
Öffentliche Anleihen [3])	94.95	93.32	94.15	93.47	93.40	93.32
	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
Pfandbriefe	95.98	96.09	95.94	95.73	95.69	95.67
Komm. Obligationen	94.12	94.14	93.91	93.61	93.52	93.55
Öffentliche Anleihen [3])	93.32	93.14	92.64	92.50	92.95	92.87

[1]) bis März 1935 6 % ige Papiere.
[2]) seit April 1935 ausschließlich 2 % Bonus.
[3]) öffentliche Anleihen ohne Reichsanleihen.
Zusammengestellt aus Wochenbericht für Konjunkturforschung, Jg. 1935.

Am 1. April 1935 ist die Zinssenkung bei den konvertierten Werten in Kraft getreten. Bis zum 31. März wurden die Kurse dieser Rentenwerte einschließlich des 2 %igen Bonus festgesetzt. Am 1. April mußte ein Kursabschlag von 2 % eintreten. Tatsächlich betrug der Kursabschlag bei Pfandbriefen nur 1.88 %, bei den Kommunalobligationen 1.75 % und bei den öffentlichen Anleihen 1.70 % [3]), woraus zu ersehen ist, daß diese Wertpapiere einen Teil des Abschlages schon aufgeholt hatten.

Diese außerordentlich günstige Kursentwicklung der konvertierten Wertpapiere nach beiden Konversionen ist vielleicht der stärkste Beweis für das Gelingen der Zinssenkungsaktion. Im schärfsten Gegensatz hierzu steht die letzte große deutsche Zinssenkung vor dem Umschwung, die als Zwangsmaßnahme am 8. Dezember 1931 die Zinssätze am deutschen Kapitalmarkt ermäßigte. Die Zwangsmaßnahme als solche braucht noch nicht den Erfolg in Frage zu stellen, wenn sie im gegebenen Augenblick erlassen wird. Dieser richtige Zeitpunkt war aber seinerzeit nicht da, so daß die Brüningsche Zinskonversion ein Experiment bleiben mußte, das lange Zeit jeden Börsenverkehr lähmte und jede Kurssteigerung hemmte. Die Unruhe, die damals am Kapitalmarkt verursacht wurde, fand ihren Ausdruck in erheblichen Kursabschlägen und darüber hinaus in Kursschwankungen, die noch lange Zeit anhielten. Zum Teil hatten die damals konvertierten Wertpapiere ihren Kursstand vor dem Zwangseingriff erst im Jahre 1933 unter dem Einfluß der dann sich sowohl wirtschaftlich als auch politisch festigenden Lage wieder erreicht.

Die börsenmäßige Rückwirkung der Konversionsgesetze zeigte sich darin, daß sich das Anlegerpublikum in größerem Umfang

[3]) Wirtschaft und Statistik, Jahrgang 15, 8, S. 300.

den von der Zinssenkungsaktion nicht berührten Marktgebieten zuwandte. Das Angebot erreichte aber kein ungewöhnliches Maß, und man konnte feststellen, daß das Publikum im allgemeinen an seinem Besitz festhielt. Die stärkere Nachfrage nach nicht konvertierten Werten bewirkte hier erhebliche Kurssteigerungen. Der Kursdurchschnitt der 6 %igen Industrieobligationen hat sich von 96.8 % im Durchschnitt Januar 1935 über 98.3 % im Februar auf 100.02 % [4]) im letzten Wochendurchschnitt März erhöht. Aehnliche Bewegungen ließen sich bei allen Aufwertungspapieren — darunter 5½ %ige Liquidationspfandbriefe — und den 5 %igen Werten feststellen. Die mit 5½ % verzinslichen Pfandbriefe wiesen schon im März einen höheren Kurs auf als die bisher 6 %igen, ab 1. April 4½ %igen Wertpapiere. Durch diese Bewegung hatten sich bei den Pfandbriefen die Kurse auf das durch den Nominalzins bestimmte Niveau eingestellt.

Kursentwicklung der wichtigsten nicht konvertierten Wertpapiere.

1935	5 ½ % ige Hyp. Akt. Banken	Liquidationspfandbriefe öfftl. rechtl. Kred.-Anst.	6% ige Ind.-Obligat.
Januar	97.54	96.27	96.77
Februar	99.56	98.67	98.31
März	100.13	99.44	99.58
April	100.93	100.67	100.81
Mai	101.27	100.96	101.16
Juni	101.27	100.69	101.34
Juli	101.47	100.94	102.34
August	101.41	101.10	102.42
September	100.84	100.38	101.43
Oktober	100.62	100.38	101.38
November	100.85	100.54	101.54
Dezember	101.13	101.00	101.85

Die Tabelle ist zusammengestellt aus „Wirtschaft und Statistik", Jahrg. 1935 und 1936.

b) Aktienmarkt.

Jede Konversion hat natürlich auch Schattenseiten, die in gewissem Ausmaß den Erfolg beeinträchtigen. Besonders häufig begegnet man dem Streben des Wertpapierbesitzers, der Zinsherabsetzung dadurch auszuweichen, daß er sich Papieren mit höherem Risiko zuwendet, die, am Kurs und an der früheren Verzinsung gemessen, eine höhere Rendite versprechen. Dieser Fall ist erfreulicherweise bei der jetzigen Konversion kaum eingetreten. Jedoch wandte sich das Publikum, ähnlich wie den nicht konvertierten festverzinslichen Werten, in stärkerem Maße dem Aktienmarkt zu, was auch hier zu beträchtlichen Kurssteigerungen führte.

[4]) Wochenbericht des Instituts für Konjunkturforschung, Jahrgang VIII, 18.

Der Aktienindex[5]) ist von 83.5 % im Durchschnitt Januar über 86.4 % im Durchschnitt Februar über 87.8 % im Durchschnitt März auf 89.3 % im Durchschnitt April 1935 gestiegen. Die Aufwärtsbewegung setzte sich in breitester Front durch. Nur die sogenannten schweren Werte, also alle Aktien mit Dividendenausschüttungen über 8 %, blieben von Kurssteigerungen fast unberührt. Hier wirkte eben noch das Anleihestockgesetz nach (vgl. hierzu S. 13 f.).

Ein gutes Bild der Kurssteigerungen geben die Werte einiger großer Gesellschaften.

	Kapital in Mill.	Divid.	Kurse (1935) 13. 1.	30. 1.	6. 2.	13. 2.	20. 2.	27. 2.	6. 3.
DD-Bank	130	0	78½	82	83¼	84¼	82¾	83¾	83
Vereinigte Stahlw.	560	0	68¾	74	72⅛	71¼	70½	70½	73⅛
Siemens & Halske	120	v 7	141¼	144½	145½	145½	147	147⅞	140
R. W. E.	246	v 6	112⅝	113⅜	115	117¾	117	118¾	112½
Wintershall	135	5	92¾	99	99¼	93¼	90½	91¼	91¾
I. G. Farben	729	7	141¼	143	143½	143	141⅜	141⅜	139¼

Tabelle ist zusammengestellt aus Angaben in „Der deutsche Volkswirt". Jahrgang 1935.

Aber auch bei den niedrigstehenden Aktien sind erhebliche Kurssteigerungen beobachtet worden. Das Publikum hat sich verleiten lassen, mit wenig Geld hohe Nominalbeträge einzukaufen. Dabei ist es zu völlig unberechtigten Kurssteigerungen gekommen.

	Kurse (1935) 16. 1.	2. 2.	8. 2.
Adlerhütten Glas	48.00	55.00	54.88
Concordia Chem. W.	39.00	46.00	61.00
Kahla Porzellan	23.25	27.50	28.50
Königsb. Cranz. Eb.	54.00	63.00	65.00
Rathgeber Waggon	46.25	53.50	56.50
Scheidemantel	37.50	42.00	47.75
Staßfurt Chemische	69.00	82.00	81.50

Tabelle ist zusammengestellt aus dem Kurszettel der Deutschen Allgemeinen Zeitung, Jahrgang 1935.

Wenn in diesen Fällen der Vorwurf erhoben wurde, die Börse sei schuld gewesen und habe das Publikum zum Ankauf wertlosen Besitzes verleitet, so ist dazu zu sagen, daß sowohl Börse als auch Banken diesem selbstherrlichen Vorgehen des Anlegerpublikums ziemlich machtlos gegenüberstanden. Nur Aufklärung

[5]) Aktienindex aus „Wirtschaft und Statistik", Jahrgang 1935.

konnte hier etwas bewirken. In diesem Zusammenhang sei nochmals an die bereits erwähnte Warnung des Reichskommissars erinnert, der zu dieser Zeit eine eventuelle Ueberprüfung von Preissenkungsmaßnahmen bei Aktiengesellschaften als möglich hinstellte. Berechtigt waren diese Kurssteigerungen vielleicht zum Teil z. B. bei den Werten der Bauindustrie, da hier ja durch die Konversion eine Belebung erwartet werden konnte, jedoch vollkommen ungerechtfertigt bei den niedrig und niedrigst verzinslichen Aktienwerten. Und gerade hier gab es doch Werte, die um 10 bis 15 Punkte und darüber anzogen, also weit über dem Anstieg des Aktienindex lagen. Diese Werte gingen zum Teil auch bald wieder zurück, so daß das Publikum infolge seiner überstürzten Handlungsweise Einbuße erlitten hat, zumindest jedoch kaum Vorteile.

c) Effektivverzinsung.

Der Rentenmarkt ist infolge der Zinskonversion in den Zinssätzen wesentlich vereinfacht worden. In der Zeit seit 1924 hatten sich die Kapitalmarktsätze ständig verändert. Dazu kam das dauernde Neuauftreten von früher unbekannten Rentenarten, wie Liquidationspfandbriefe, Aufwertungspapieren, die von der üblichen Laufzeit abweichenden Anleihen, wie Schatzanweisungen. Diese Umstände hatten am Rentenmarkt dem Fernstehenden ein unverständliches Durcheinander von Zinsfüßen zur Folge, denen das für eine normale Zinsfußbildung im Lande Abträgliche anhaftete, daß sie auf die Durchschnittseffektivverzinsungen keine Rücksicht nahmen. So standen 8 %ige Wertpapiere grundsätzlich nicht etwa höher als die niedrigeren, sondern es war keine Seltenheit, daß z. B. 5 %ige Papiere besser als die 8 %igen bewertet wurden. Die erste Besserung brachte hier die Zwangskonversion der vierten Notverordnung, die die zu 7 und 8 % verzinslichen Wertpapiere in solche zu 6 % umwandelte. Andererseits ging aber der Zinssatz der Liquidationspfandbriefe von 4½ % und 5 % auf 5½ % herauf, so daß hierdurch eine völlig neue Zinsgruppe geschaffen wurde. Dadurch, daß die Zwangskonversion die mit mehr als 8 % verzinslichen Wertpapiere nicht auch auf 6 % senkte, sondern sie nur in bestimmten Verhältniszahlen reduzierte, also auf 6.75 oder 7 % usw., lagen auch hier neue Zinsgruppen.

Diese „Bereinigung" der Zinssätze zeigt anschaulich die folgende Tabelle über den Umlauf der Pfandbriefe und Kommunalobligationen. Die öffentlichen Anleihen haben wir nicht berücksichtigt, weil diese bereits zur Zeit der Zwangskonversion Zinssätze unter 8 % hatten.

Die folgende Tabelle läßt erkennen, daß vor der Zwangskonversion durch die vierte Notverordnung der Rentenmarkt noch eine außerordentliche Vielfältigkeit in seinen Zinssätzen besaß. Diese Konversion führte die erste Vereinfachung durch, so daß

Umlauf an Pfandbriefen und Kommunalobligationen in Mill. RM.

Zinsfuß in %	Pfandbriefe [1] 30. 9. 31	Pfandbriefe 30. 11. 34	Pfandbriefe 31. 3. 35	Kommunaloblig. [2] 30. 9. 31	Kommunaloblig. [2] 30. 11. 34	ohn. Aufw. Papiere 31. 3. 35
4.5	1 531.7	4.5 [3]	6 397.4	—	—	1 727.9
5	382.1	40.2	—	38.4	21.1	—
6	360.2	6 515.1	—	156.1	1 765.1	—
6.5	—	6.6	—	—	—	—
6.75	—	2.1	—	—	—	—
7	1 446.0	—	—	573.7	—	—
7.5	145.1	36.5	—	28.5	0.6	—
8	4 866.4	—	—	1 241.1	—	—
8.5	7.0	—	—	—	—	—
9	2.9	—	—	—	—	—
10	40.9	—	—	1.1	—	—

Die Tabelle ist zusammengestellt aus Wochenbericht des Instituts für Konjunkturforschung, IV, 34, Wirtschaft und Statistik, XV, 2, Statistik der Boden- und Kommunalkreditinstitute und Berliner Börsenzeitung, 4.4. 1933.

[1]) einschließlich Liquidationspfandbriefe.
[2]) ohne Aufwertungsschuldverschreibungen.
[3]) Stand vom 28. 2. 1933.

wir bis zur Zinskonversion 1935 nur noch Zinssätze bis zu 7½ % hatten. Nach diesem Eingriff ist dann die zweite Vereinfachung erfolgt. Bei Pfandbriefen und Kommunalobligationen sind alle Zinssätze über 4½ % fortgefallen. Dazu kommen dann noch die in der Tabelle nicht berücksichtigten öffentlichen Anleihen, die jetzt ebenfalls 4½ %ige sind. Sieht man von Kleinigkeiten ab, so sind heute folgende Hauptzinsgruppen zu unterscheiden:

zu 4½ % Pfandbriefe, Kommunalobligationen und öffentliche Anleihen,

zu 5 % u. 4¾ % aufgewertete Industrieobligationen und einige öffentliche Anleihen,

zu 5½ % Liquidationspfandbriefe und Liquidations-Kommunalobligationen,

zu 6 % Industrieobligationen und öffentliche Anleihen mit spätester Fälligkeit 1937.

Trotz dieser weitgehenden Angleichung der Zinssätze hat sich noch keine Gleichmäßigkeit der Effektivverzinsung erreichen lassen, die ein wesentliches Merkmal des Vorkriegsrentenmarktes war. Jedoch läßt sich am Rentenmarkt nach der Konversion wenigstens eine weitreichende Angleichung der Effektivzinssätze feststellen. Die Renditenunterschiede gehen nicht über ein Ausmaß von meist

¼ % bis ½ % hinaus. Ein kurzer Auszug für einige repräsentative Werte der einzelnen Renten zeigt folgende Uebersicht [6]):

	Zu tilgen bis	Kurs vom 1. 3. 35 in %	Effektivverzinsung in %
4 ½ % Reichsschuldbuchfordg.	1. 4. 48	97.50 [1])	5.00
Altbesitzanleihe des Reiches	1956	112.62	5.05
4 ½ % Badische Staatsanleihe von 1927	1951	96.37 [1])	5.05
4 ½ % Münchner Stadtanleihe von 1928	1953	93.50 [1])	5.35
4 ½ % Deutsche Centralbodenkreditbank, Pfandbriefe	1971	96.00 [1])	4.85
4 ½ % Sächsische Bodenkreditanstalt, Komm. Oblig.	1998	94.75 [1])	4.85
4 ½ % Berliner Städt. Elektr. Werke, Schuldverschreibungen	1955	93.00	5.10
6 % Mitteldeutsche Stahlwerke, Schuldverschreibungen	1951 zu 102 %	99.12	6.25

[1]) Kurs einschl. 2 % Konversionsprämie.

Tatsächlich fällt also lediglich die Effektivverzinsung der 6 %igen Industrieanleihe aus dem Rahmen, was aber verständlich ist, da bei Industrieobligationen keine Konversion stattgefunden hat. Offenbar wird man aber, wenn man mit einer fortschreitenden Normalisierung des deutschen Kapitalmarktes rechnet, die Rendite der 6 %igen Industrieanleihen nicht als Norm annehmen können. Dazu kommt, daß Industriegesellschaften, wenn sie sich am Rentenmarkt Mittel zu günstigeren Bedingungen beschaffen können, diese Werte zu den vorgesehenen Terminen kündigen dürften. Erinnert sei in diesem Zusammenhang an die Tatsache, daß selbst in der Vorkriegszeit die Anleihen sogar guter Industriegesellschaften eine nicht unwesentlich höhere Verzinsung als die übrigen Renten brachten.

In Vergleich zum Stande vor der Konversion hat sich die Spanne zwischen Nominalverzinsung und Effektivverzinsung noch weiter verringert. Dies ist ein weiterer Beweis dafür, daß sich die Konversion durchaus der gegebenen Marktlage angepaßt hat. Auch in der Folgezeit ergaben sich hier kaum Aenderungen.

d) Emissionen.

Betrachtet man die Konversion im Rahmen der bisherigen Kapitalmarktpolitik der Reichsregierung, so steht zwar fest, daß mit diesen beiden Aktionen die Maßnahmen der Reichsregierung zur Wiederherstellung eines funktionsfähigen Kapitalmarktes einen Abschluß erreicht haben; das Ziel liegt aber nicht allein hier,

[6]) Aus einer Untersuchung des Bankhauses Gebr. Arnhold, Dresden/Berlin, „Der Rentenmarkt nach der Zinskonversion" zusammengestellt.

sondern vor allem darin, die wiedererlangte Funktionsfähigkeit auch zu erhalten, d. h. also, die Funktion des Rentenmarktes als Finanzierungsinstrument zu stärken und zu festigen. Hierdurch erhalten Neuemissionen eine größere Bedeutung.

Die große Konversion konnte natürlich für das Emissionswesen keine „unmittelbaren Wirkungen" in dem gleichen Sinne haben wie für Kurse usw. Andererseits haben aber die Zinssenkungsaktionen durch die neue Nominal- und Effektivzinsgestaltung günstige Voraussetzungen für Neuemissionen geschaffen. Die kursmäßigen Voraussetzungen für neue Emissionen waren bald wieder erreicht, wobei dies besonders für den Pfandbriefmarkt gilt. Hier konnten bereits im April 1935 nach Abschlag von 2 % Bonus wieder Spitzenkurse von 98¼ bis 98½ % notiert werden. Darüber konnten Kursschwankungen, da die Heraufsetzung angesichts der gesteigerten Nachfrage sehr zögernd und vorsichtig erfolgte, bei den Pfandbriefen und auch bei den übrigen konvertierten Papieren vermieden werden. Nach den ersten Abtastungsversuchen im Januar 1935, die bekanntlich sehr erfolgreich verliefen, lieferte der deutsche Kapitalmarkt den Beweis, daß er im großen und ganzen emissionsreif geworden war. Nachdem nun die Konversion erfolgreich durchgeführt worden war und die Marktlage bereits im April wieder ein für Emissionen günstiges Bild bot, konnte auf diesem Wege weiter geschritten werden. Es kam nun darauf an, nicht durch übermäßig viel Neuemissionen das gefestigte Kursniveau zu gefährden. Die Form, in der in der Folgezeit Neuemissionen, sei es bei Pfandbriefen oder bei öffentlichen Anleihen, bewilligt werden konnten, war bestimmt von dem Gesichtspunkt der Schonung des Kapitalmarktes. Gleich nach dem Konversionsabschluß wurde in einer Durchführungsverordnung bestimmt, daß Reste aus früheren Emissionen nur mit Genehmigung der Reichsbank emittiert werden dürfen. Es wurde damit der Zustand wieder hergestellt, der vor der Konversion gegeben war. In den nächsten Monaten nahmen dann die Neuemissionen zu, auch ohne einen schädigenden Einfluß auf das Kursniveau auszuüben. Diese Neuemissionen reichten in ihrem Ausmaß jedoch bei weitem nicht an die der Vorkrisenjahre heran. Es ist aber auch unbedingt richtig, das Angebot an neuen Pfandbriefen, Kommunalobligationen und Anleihen zu begrenzen und auf einander nach dem Gesichtspunkt wirtschaftlicher Zweckmäßigkeit abzustellen.

2. Wirkungen auf einzelne Wirtschaftszweige.

Die Feststellung der Wirkungen der Zinssenkung auf einzelne Wirtschaftszweige ist insofern mit Schwierigkeiten verknüpft, als diese im Gegensatz zu den leicht feststellbaren Wirkungen auf dem Kapitalmarkt sehr abhängig ist von den Veröffentlichungen der einzelnen Wirtschaftszweige — z. B. der Hypothekenbanken, Versicherungsanstalten usw. Darüber hinaus ist es klar, daß wesentliche Vorteile aus der Zinssenkung über die bloße Zins-

ersparnis hinaus nicht sofort zu Tage getreten sein können, sondern sich erst im Laufe der nächsten Haushaltsjahre bei den einzelnen Wirtschaftszweigen zeigen werden. Sogar eine sofortige Zinsersparnis konnte bei keinem Schuldner, seien es nun Privatpersonen oder Körperschaften, infolge der Aufbringung der Konversionsprämie sichtbar werden. Man wird in der Annahme nicht fehl gehen, daß in den meisten Fällen die Zahlung der Konversionsprämie die Zinsersparnis im Jahre 1935 aufgewogen haben wird und in vielen Fällen — bei Hypothekenschuldnern — noch gar nicht voll gezahlt worden ist. So ist auch in den Veröffentlichungen, die bis zum Zeitpunkt der Bearbeitung erschienen sind, noch nicht viel über unmittelbare Besserungen gesagt worden. Man ist sich zwar klar darüber, daß die Zinskonversion ein Markstein auf dem Wege zur Wiedergesundung des Kapitalmarktes und der Wirtschaft ist, stützt sich aber im allgemeinen auf Berechnungen, die aller Wahrscheinlichkeit nach bei normalem Geschäftsverlauf als spätere Folgen der Konversion eintreten müßten.

a) Zinssenkung und Hausbesitz.

In stärkstem Maße kommen die Wirkungen der Zinskonversion dem deutschen Hausbesitz zugute. Das Institut für Konjunkturforschung errechnet die jährliche Zinsentlastung durch die Konversion 1935 zusammen mit den Zinsnachlässen der Sparkassen und Versicherungen mit rund 140 Millionen RM[7]) und belegt diese Schätzung durch die nachfolgenden Zahlen. Durch die Konversion der Pfandbriefzinsen auf 4½ % mußten sich beim Neuhausbesitz die Zinssätze für die von den Bodenkreditinstituten ausgeliehenen Hypotheken entsprechend senken. Die daraus erwachsene Zinsentlastung würde, für ein Jahr berechnet, etwa 40 Mill. RM betragen. Im Ganzen hat sich der jährliche Zinsaufwand seit 1931 für den Neuhausbesitz infolge der Zinssenkung vom Dezember 1931, der freiwilligen Zinsherabsetzungen der Sparkassen und der Versicherungsträger und der neuen Pfandbriefkonversion (nach Abzahlung der Konversionskosten) von rund 925 Mill. RM auf 750 Mill. RM nunmehr auf 675 Mill. RM ermäßigt. Der Rückgang der Zinsbelastung beträgt somit gegen 1931 rund ¼ Milliarde RM oder 27 %. Beim Althausbesitz dürfte sich die jährliche Zinsentlastung durch die Pfandbriefkonversion auf etwa 60—70 Mill. RM stellen. Im Ganzen hat jedoch der Althausbesitz nicht die gleiche Erleichterung erfahren, da die Aufwertungspapiere nicht gesenkt wurden. Sonst haben sich beim Althausbesitz aber die gleichen Zinsermäßigungen wie für den Neuhausbesitz günstig ausgewirkt. Wenn die an die Pfandbriefinhaber zu zahlende Entschädigung geleistet worden ist, wird die Zinslast beim Althausbesitz 665 Mill. RM betragen gegen-

[7]) Wochenberichte des Instituts für Konjunkturforschung, 8. Jahrgang, Nr. 8, 31.

über 730 Mill. RM im Jahre 1932 und 750 Mill. RM im Jahre 1931. Obwohl die einzelnen Zinsermäßigungen die Aufwertungsschulden nicht berührten, ist der Althausbesitz gegenüber 1931 um etwa 85 Mill. RM oder 11 % entlastet worden.

Allerdings sind diese Zinsentlastungen nicht in vollem Umfange den Hausbesitzern zugute gekommen, wenigstens nicht im Rechnungsjahr 1935. Denn die Hypothekenschuldner wurden für die Aufbringung der den Inhabern der Schuldverschreibungen gewährten Entschädigung von 2 % des Nennbetrages herangezogen. In Kreisen des Hausbesitzes war bald nach der Konversion die Meinung aufgetreten, daß die Zinssenkung für die Hausbesitzer nicht vor Ende 1936 fühlbar werden würde, da die Schuldner doch die Konversionsprämie abzutragen hätten. Zahlungskräftige Hausbesitzer werden natürlich nach Möglichkeit versucht haben, die Konversionsprämie zum 1. Oktober 1935 zu zahlen, und sich dadurch in den Genuß der vollen 1½ %igen Zinsentlastung gesetzt haben. Inwieweit dieses möglich gewesen ist, läßt sich noch nicht übersehen.

Die durch die Pfandbriefkonversion ermöglichte Senkung der Hypothekenzinsen hat, soweit sich die Mieten nicht geändert haben, für den Neu- und Althausbesitz fühlbare Erleichterungen gebracht. Zum mindesten dürfte es den Hausbesitzern möglich gewesen sein, diese Ersparungen dazu zu verwenden, Verluste abzudecken und Schulden aus der Instandsetzungs- und Umbauaktion des Winters 1933/34 zu begleichen. Die Geschäftsberichte verschiedener Hypothekenbanken stellen durchweg fest, daß die durch die Zinssenkung eingeleitete Verbesserung der Rentabilität des Grundbesitzes sich erst im Geschäftsjahr 1936 voll auswirken werde. Andererseits geben sie aber auch der Zuversicht Ausdruck, daß sich im Realkreditgeschäft die an die Zinskonversion geknüpften Erwartungen erfüllt haben und zu der dringend notwendigen Wiederherstellung der Rentabilität führen werden. Für sich selbst erhoffen sie hieraus eine allmähliche Besserung des Zinseinganges. Der Geschäftsbericht der Hannoverschen Bodenkreditbank gibt hierzu an, daß sich bereits im Geschäftsjahr 1935 Vorteile dieser Art ausgewirkt haben, indem erhebliche Hypothekenzinsrückstände abgetragen worden sind.

In diesem Zusammenhang ist erwähnenswert, daß die mit der Zinsherabsetzung verbundene Bonusberechnung sich auf die Ertragsrechnung der Bodenkreditinstitute stark ausgewirkt hat. Sie hatten einerseits als Pfandbriefschuldner Konversionskosten, die sie zum 30. September 1935 zu zahlen hatten, aufzubringen, andererseits sind sie aber dafür in ihren Zinsverpflichtungen um 1½ % entlastet worden. Da die Hypothekenschuldner mit dem Anspruch auf gleiche Entlastung ihrer Hypothekenzinsen dieselbe Verpflichtung zur Zahlung der 2½ %igen Konversionskosten zu übernehmen hatten, ergaben sich als neuer Posten „Rückständige Konvertierungskosten", „rückständig" deshalb, weil die Institute

ihren Hypothekenschuldnern in den meisten Fällen die Bezahlung dieser Kosten in vier Jahresraten zugebilligt haben. Dieser neue Posten ist bei den Bodenkreditinstituten in der Bilanz „aktiviert" worden, so daß die Art seines Einflusses noch nicht zu übersehen ist.

b) Zinssenkung und Sparkassen.

Die deutschen Sparkassen sind mit einem Wertpapierbestand von etwa 3428.5 Mill. RM (Stand Ende Oktober 1935 einschl. 520 Mill. RM 4½ %iger Reichsanleihe von 1935) an allen Vorgängen am Kapitalmarkt aufs stärkste interessiert und so auch an der Konversion am Rentenmarkt. Im Gefolge dieser Konversion steht die allgemeine Senkung der Bank- und Einlagezinsen mit Wirkung vom 1. März 1935. Der Sinn dieser Maßnahme war die Herstellung einer angemessenen Spanne zwischen dem Ertrag aus Anlagen in Wertpapieren und dem Spareinlagenzins. Hierdurch wurden die Zinssätze für Normalspareinlagen von 3½ auf 3 % und für die bis dahin freien „Jahresgelder" ausdrücklich auf 3⅞ % gesenkt.

Die Zinssenkungsmaßnahmen haben wesentlich zu der Senkung der Zinsspanne beigetragen, die sich aus einer Verminderung der Verzinsung der Aktiva und der Passiva zusammensetzt. Die Zinskonversion zeigt sich in der geringen Verzinsung der eigenen Wertpapiere und in der erheblichen Senkung des Hypothekenzinsfußes. Dies brachte also auf der einen Seite eine Ertragsminderung. Auf der anderen Seite ist aber durch die allgemeine Zinssenkung vom 1. März 1935 auch eine Senkung des Zinsaufwands herbeigeführt worden, so daß eine Verminderung des Zinsertrages (Unterschied zwischen Zinseinnahme und Zinsausgabe) kaum verursacht worden ist. Hier sind also keine Nachteile aus der Zinskonversion entstanden.

Man befürchtete jedoch einen schädigenden Einfluß auf die Spartätigkeit dadurch, daß eventuell gewisse Sparerschichten die höher verzinsliche Wertpapieranlage vorziehen würden. Dieses Problem traf zwar die Sparkassen nicht allein, sondern alle Kreditanstalten; doch sind hieran die Sparkassen in besonderem Maße interessiert. Auf diese Masse der Sparer insgesamt gesehen, dürften Zinsherabsetzungen am Rentenmarkt nur größere Sparer dazu bewegen, Spargelder von den Sparkassen abzuziehen und sie dem ertragsreicheren Rentenmarkt zuzuführen. Bei den Klein- und Kleinstsparern, die heute noch in der Mehrzahl sind, dürfte der Zinsfuß nicht als treibende Kraft zwischen Wertpapieranlage und Spareinlage angesehen werden. Diese Sparer bringen ihr Geld zur Sparkasse aus allen möglichen anderen Gründen als des hohen Zinssatzes wegen und in solch kleinen Summen, die eine Wertpapieranlage oft unmöglich machen. Da jedoch die verhältnismäßig wenigen Großsparer teilweise erhebliche Kapitalien einlegen, wäre es abwegig, den Schluß zu ziehen, daß der Zinsfuß

als Anregung zur Spartätigkeit überhaupt keinen Einfluß hat. Das kapitalkräftigere Sparerpublikum, das nicht nur des täglichen Bedarfes und vielleicht einer Altersversorgung wegen spart, wird oft das höhere Risiko und die größere Unbequemlichkeit in Kauf nehmen, wenn es auf dem Rentenmarkt höhere Zinsen als bei der Sparkasse erhalten kann. Aus dem Geschäftsbericht des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes für 1935 geht denn auch hervor, daß in gewissem Maße Sparguthaben in Anlagen am Rentenmarkt umgewandelt worden sind. Dies ist nun gesamtwirtschaftlich gesehen kein schädigender Einfluß der Zinssenkungsmaßnahmen, da solche Umwandlungen auf jeden Fall zu einer Stärkung des Rentenmarktes führen. Andererseits gibt der Bericht auch an, daß eine Umschichtung im Spareinlagenbestand in der Richtung zu beobachten war, daß Umdispositionen zugunsten der besonders vereinbarten Kündigungsfristen vorgekommen sind, also zu den höher verzinslichen Einlagen stattfanden. Aber gerade aus diesen Zahlen geht hervor, in welchem relativ geringen Maße die Masse der Sparer durch den Zins beeinflußt werden kann. Ende Dezember 1934 machten die mit 3 % verzinslichen Spareinlagen, also täglich kündbares Geld, 70.6 % der gesamten Spareinlagen aus. Bis Ende Oktober 1935 sank dieser Anteil dann bis auf 67.7 %. Hieraus kann man den Schluß ziehen, daß noch ⅔ aller Sparer Kleinsparer sind, die ihr weniges Geld zum größten Teil zur Sparkasse tragen, um es vielleicht sicherer als zu Hause unterzubringen, sonst aber das Geld täglich noch brauchen können. Hierdurch soll natürlich nichts gesagt sein gegen die zweifellos vorhandene Zinsempfindlichkeit der Spareinlagen, soweit sie wirkliche Kapitaleinlage, also für längere Zeit nicht benötigte Gelder sind.

Auch ein anderes wichtiges Moment, das schon einmal nach der verunglückten Brüningschen Zinssenkung die Spartätigkeit ungünstig beeinflußte, das der Vertrauensstörung, ist nach der organischen Zinssenkung 1935 nicht in Erscheinung getreten.

Die Entwicklung im Jahre 1935 hat nun gezeigt, daß diese Befürchtungen grundlos gewesen sind. Der Jahresbericht des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes besagt, daß Einzahlungen auf Spareinlagen bei weitem die Auszahlungen übersteigen; der Einzahlungsüberschuß war 1935 sogar höher als der des Vorjahres. Er beträgt 515 Mill. RM gegenüber 251 Mill. RM im Jahre 1934. Dazu treten noch Zinsgutschriften in Höhe von rund 400 Mill. RM, Gutschriften aus Härtemitteln und sonstige Umbuchungen mit 75 Mill. RM, so daß die Spareinlagen im Jahre 1935 um rund 900 Mill. RM zugenommen haben und damit den Höchststand der Spareinlagen seit der Währungsstabilisierung mit 13 670 Mill. RM erreichten.

Der Bericht des Sparkassen- und Giroverbandes stellt selbst fest, daß „die Konsolidierungsmaßnahmen der Reichsregierung aufs wirkungsvollste durch die am Rentenmarkt durchgeführte Konversion eingeleitet worden sind". Hieraus geht eindeutig her-

vor, daß auch die Sparkassen die Zinssenkung in ihren Wirkungen günstig beurteilen.

c) Zinssenkung und Versicherungen.

Auch die deutsche Versicherungswirtschaft ist mit mehreren Milliarden RM Vermögensanlagen am Kapitalmarkt und damit auch an der Zinssenkung aufs stärkste interessiert. Dennoch darf man die Einwirkungen der Zinssenkung nicht überschätzen. Aus einer privaten Berechnung [8]) ergibt sich für das deutsche Versicherungsgewerbe ein Wertpapierbesitz, der sich aus Staats- und Stadtanleihen, Pfandbriefen und Kommunalobligationen zusammensetzt, von etwa 887 Mill. RM. Davon unterliegen der Zinssenkung etwa 620.9 Mill. RM. Aus diesen Zahlen ergibt sich — ohne Sozialversicherung — ein Zinsausfall von noch nicht 10 Mill. RM. Eine unmittelbare Rückwirkung auf das Versicherungsgewerbe konnte man um so weniger erwarten, als dieses bereits auf Grund freiwilliger Vereinbarung den Zins für alle hypothekarischen Ausleihungen am 1. Januar 1934 auf 5½ % nach oben begrenzte. Dieser Schritt bedeutete in seiner Tragweite eine erheblich höhere Zinseinnahmebuße als die durch die Konversion verursachte. Damals wurden alle — auch die höher als 6 % verzinslichen — Hypotheken auf den neuen Zinssatz von 5½ % gesenkt. Da keine Angaben darüber bestehen, welche Anteile die einzelnen Zinsfüße hatten, kann man nur Annäherungswerte errechnen. Der gesamte Hypothekenbestand der privaten und öffentlich-rechtlichen Lebensversicherungen, der Feuerversicherungen usw. betrug damals etwa 3.1 Milliarden RM. Legt man einen Zinssatz vor der freiwilligen Senkung von im Durchschnitt etwas über 6 % zu Grunde, so errechnet sich eine Zinseinbuße von etwa 17 Mill. RM.

Da also der Zinsausfall aus der Zinskonversion relativ gering ist, dürften sich hieraus auch kaum Rückwirkungen auf die Prämiengestaltung ergeben haben. Jede Einnahmenschmälerung im Kapitalerträgnis wirkt sich aber infolge der üblichen Systeme der Gewinnbeteiligung auf die Höhe der Gewinnausschüttungen an die Versicherten mittelbar aus, da 90 % der Ueberschüsse an die Versicherten zurückfließen.

Als einen weiteren Erfolg der Zinssenkung kann man die Aufforderung der Wirtschaftsgruppen Privatversicherung und Oeffentlich-rechtliche Versicherung an alle ihnen angeschlossenen Versicherungsunternehmen ansehen, den Zinssatz einschließlich des Verwaltungskostenbeitrags für bestehende Hypotheken nochmals um ½ % freiwillig mit Wirkung vom 1. Januar 1936 auf 5 % zu senken. Am Ende des Jahres 1935 machte der Hypothekenbestand für die hier untersuchten Anstalten etwa 3 Milliarden RM aus,

[8]) Leipziger Neueste Nachrichten vom 8. 3. 35: „Konversion und Versicherung".

so daß sich hieraus schätzungsweise eine neue Zinseinbuße von etwa 15 Mill. RM ergeben dürfte. Zieht man über die Zinskonversion hinaus auch die Zinseinbußen aus den beiden freiwilligen Zinssenkungen in Betracht, so muß man erkennen, daß im Ganzen gesehen die Versicherungsanstalten einen ganz erheblichen Zinsausfall zu verzeichnen haben. Er macht — mit dem Zinsausfall durch die Konversion — etwa 42 Mill. RM aus. Wenn auch die Zinskonversion selbst keine wesentlichen Veränderungen gebracht hat, so muß sich die Zinssenkungsbewegung im Ganzen gesehen doch später einmal irgendwie auswirken. Die Höhe der Dividendenausschüttungen wird vorläufig noch nicht geschmälert worden sein, da die meisten Gesellschaften über recht erhebliche Ausgleichsreserven verfügen. Eine Steigerung dürfte andererseits aber nicht erwartet werden, man kann eventuell sogar für spätere Jahre mit einer Verminderung der Dividendenausschüttungen rechnen, vielleicht auch Rückwirkungen auf die Prämiengestaltung erwarten. Die Entwicklung wäre zwar ungünstig, jedoch liegt sie im Interesse des Gesamtwohls und muß als solche in derartigen Fällen getragen werden. Jedoch wollen wir noch einmal besonders betonen, daß die Zinsherabsetzung bis jetzt unmittelbar keine ungünstigen Wirkungen hervorgerufen hat. Ob irgendwelche Verschlechterungen in späterer Zeit eintreten werden, läßt sich jetzt noch nicht übersehen. Wenn aber dieser Fall eintreten sollte, wird man kaum sagen können, ob er eine späte Folge der Zinskonversion 1935 ist oder nicht.

Diese Beispiele aus drei großen Wirtschaftsgebieten mögen genügen, um sagen zu können, daß die Zinskonversion des Jahres 1935 auf dem gesamten Wirtschaftsgebiet die an sie geknüpften Erwartungen erfüllt hat. Das Jahr 1935 wurde zu einem Wendepunkt für die Entwicklung des deutschen Kapitalmarktes. Die organische Zinssenkung steht hierin in krassem Gegensatz zu der Zinssenkung durch die vierte Notverordnung, die auf allen Gebieten — allerdings in Gemeinschaft mit dem vorausgegangenen Bankenkrach — die Wirtschaftsentwicklung abbrach, zum mindesten jedoch die Aufwärtsentwicklung sehr verzögerte. Das Mißverhältnis in den Kreditkosten ist beseitigt worden, das in erster Linie auf mangelndem Vertrauen beruhte. Es kann daher auf wirtschaftlichem Gebiet kaum ein deutlicheres Zeichen für die Rückkehr des Vertrauens in die Stabilität der politischen und wirtschaftlichen Lage wie in den wieder begonnenen Wirtschaftsaufstieg geben als den durch die Konversion verwirklichten und tragbar gestalteten neuen Landeszinsfuß, den wir seit langer Zeit vermissen mußten.

Das günstige Ergebnis der Zinssenkung, das sie auf Kursniveau, Renditen usw. am Kapitalmarkt auslöste, und die festigende, auf jeden Fall nicht hemmende Wirkung auf die Aufwärtsentwicklung der gesamten Wirtschaft sind Zeichen dafür, daß die Zinskonversion in ihren beiden Teilen organisch war. Die Kapital-

marktpolitik der Reichsregierung, die doch die wesentlichen Vorbereitungsmaßnahmen für diese Zinssenkung brachte, ist durch den glatten Verlauf, den fast hundertprozentigen Erfolg und darüber hinaus durch die Nicht-Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Aufwärtsentwicklung in ihrer Richtigkeit und Zweckmäßigkeit bestätigt worden.

Teil III.

Die Sicherung des Erfolges der Konversion.

In den vorhergehenden Teilen dieser Untersuchung haben wir die Vorbereitung und den Verlauf der Zinssenkung behandelt. Wir haben auch den unmittelbaren Erfolg und die Wirkungen auf den Kapitalmarkt und auf einzelne Wirtschaftszweige dargestellt. Die Zinskonversion bildete den Abschluß der Vorbereitungsmaßnahmen der Reichsregierung zur Gesundung der deutschen Kreditmärkte. Sie wurde damit auch der Abschluß der langen Krisenperiode, die sich auf kreditmarktpolitischem Gebiet vor allem in den überhöhten Zinssätzen und in dem Niedergang der Kapitalbildung zeigte, ganz abgesehen von der außerordentlichen Vertrauensstörung, die das Gesicht der deutschen Kreditmärkte maßgeblich beeinflußte. Mit der Rückkehr zu einem gesunden Zinssatz sowohl auf dem deutschen Kapitalmarkt als auch auf dem deutschen Geldmarkt hat die Zinskonversion des Jahres 1935 aber neben ihrem krisenliquidatorischen Charakter auch eine Bedeutung als Anfangsmaßnahme für eine allgemeine Konsolidierung der deutschen Kreditmärkte und damit für die Festigung der äußerlich, nach den Zinssätzen gesehen, wieder erreichten Funktionsfähigkeit der deutschen Kreditmärkte, insbesondere des deutschen Kapitalmarktes. Hierin unterscheidet sich diese Konversion wesentlich von den früheren Konversionen, die im allgemeinen den Abschluß eines Konjunkturaufschwungs bildeten. Die organische Zinssenkung wurde im Zeitpunkt aufsteigender Konjunktur durchgeführt. Da die Zinsentlastung wiederum den Konjunkturaufschwung begünstigt, so ist diese Konversion also Schrittmacher für eine gesunde Wirtschaftsgestaltung (vgl. hierzu auch S. 15 und S. 33/34).

Wenn nun in einer Zeit der staatlichen Wirtschaftslenkung der Gesetzgeber eine Konversion zweckmäßig vorbereitet und durchführt, so war es auch notwendig, den Erfolg der Konversion, d. h. also die Festigung der erst äußerlich erreichten Gesundung durch geeignete Maßnahmen zu sichern. Solche Maßnahmen zur Sicherung des Erfolges der Zinssenkung sind erlassen worden, ja sie liegen zum Teil in den Konversionsgesetzen selbst. Die Notwendigkeit solcher Maßnahmen ist begründet durch die Erkenntnis, daß bei freier Marktgestaltung die Entwicklung der Konversion trotz gründlicher Vorbereitung, günstigem Zeitpunkt usw. nach den Gesetzen der Bildung des Kapitalzinses ohne solche Maß-

nahmen nicht den glatten Verlauf hätte nehmen können. Bevor wir nun auf die Maßnahmen zur Sicherung des Erfolges der Konversion eingehen, halten wir es für notwendig, an Hand der Theorie die Entwicklung zu zeichnen, die eingetreten wäre, wenn der Gesetzgeber nach Beendigung der Konversion der freien Marktgestaltung ihren Lauf gelassen, d. h. also keine weiteren Stützungsmaßnahmen durchgeführt hätte.

A. Die Entwicklung ohne Intervention.

1. Die Bildung des Kapitalzinses bei freiem Markte.

a) Die Bestimmungsgründe von Zinsforderung und Zinsgebot.

Der Darlehns- oder Kapitalzins ist volkswirtschaftlich gesehen nichts anderes als ein Preis für die Nutzung ausgeliehenen Kapitals. Demnach muß der Kapitalzins auch das Ergebnis einer Preisbestimmung sein, wobei der Darlehnsgeber als Verkäufer und der Darlehnsnehmer als Käufer auftreten.

Die Zinsforderung wird bestimmt durch die Möglichkeit und den Wert der Verwendung des Kapitals durch den Darlehnsgeber selbst. Die untere Grenze seines Nutzens ist die, die die Verwendung seines Kapitals zu eigenem Verbrauch ihm gewährt. Der Zins muß ihm also bei Ausleihung von Kapital mindestens die Gestehungskosten ersetzen. Bei den Kreditinstituten entsprechen diesen die Passivzinsen. Weiter ist maßgebend die Dauer des Verzichts auf die Verfügungsmacht und damit der Zeitpunkt der Reproduktion des Kapitals. Leiht ein Darlehnsgeber sein Kapital auf kurze Frist aus, so kann er sich mit einem niedrigeren Zinssatz begnügen, da er ja leicht eine andere Bindung zu einem höheren Zinssatz eingehen kann. Bei langfristiger Hingabe von Kapital muß ein höherer Zinssatz der Beschränkung der Verfügungsmacht Rechnung tragen. Ein nächster Preisbestimmungsgrund ist die Sicherheit der Zinszahlung und der Rückzahlung des Kapitals. Unsicheren Schuldnern wird der Zins wegen der Gefahr des Verlustes oder der Schmälerung des Zinsbezugsrechtes erhöht werden. Schließlich wirkt auf die Zinshöhe noch die anderweitige Anlagemöglichkeit ein, d. h. die Zinsforderungen der Wettbeweber auf anderen Kapitalmärkten.

Das Zinsgebot wird bestimmt durch den Nutzungswert des Kapitals für die Kapitalnehmer. Für den Darlehnsnehmer wird die obere Grenze seines Zinsgebots der Nutzen bilden, den die letzte für ihn mögliche Verwendungsweise des Kapitals ihm gewährt. Weiter sind auch die bisherigen Zinssätze maßgebend und die Kosten der Beschaffung auf anderen Märkten, d. h. also die Zinsgebote der untereinander in Wettbewerb liegenden Kapitalnachfrager.

Ganz allgemein werden auf die Zinshöhe noch solche Gründe einwirken, die z. B. ihren Ursprung in der politischen Lage, im wirtschaftlichen Vertrauen usw. haben.

b) Die Bestimmung der effektiven Zinshöhe.

Die Höhe des Zinses ist also eine Frage der Preisbildung und ergibt sich erstens aus dem Verhältnis der angebotenen Kapitalmenge zur Menge des nachgefragten Kapitals, d. h. also aus dem relativen Knappheitsverhältnis, und zweitens aus der Zahl der im Wettbewerb um das Kapital stehenden Nachfrager (bei Knappheit) oder der Zahl der Anbieter (Fülle). Die obere Grenze der effektiven Zinshöhe ist die vom Darlehnsnehmer zu erlangende Rente. Die untere Grenze liegt dort, wo der Darlehnsgeber sein Kapital selbst zu verwenden beginnt, zuletzt dort, wo der Reiz der Zinsprämie nicht mehr ausreicht, um zur Kapitalbildung anzuregen. Je höher nun ein Zinssatz ist, umsomehr Anreiz zur Kapitalbildung und zum Kapitalangebot wird von ihm ausgehen, aber um so geringer ist auch der Nutzen für den Darlehnsnehmer und damit die Nachfrage. Andererseits bewirkt eine Zinssenkung eine Besserung des Ertrages für den Darlehnsnehmer, damit eine Zunahme der Nachfrage und analog eine Abnahme des Angebots.

Der Zins ist nun nicht immer reines Einkommen, sondern es sind außerhalb der theoretischen Bestimmung der Zinshöhe nach Zinsforderung und Zinsgebot auch noch andere Bestandteile darin enthalten: Risikoprämie, Verwaltungskosten, Versicherungskosten und ähnliches. Man wird z. B. für zweit- und drittstellige Hypotheken natürlich einen höheren Zins zahlen müssen als für die relativ sichere erste Hypothek.

Die Höhe des Zinsfußes, d. h. also des Verhältnisses des Zinses zum Kapitalertrag, ist hiernach bei den einzelnen Arten der Darlehen in einem Land zur gleichen Zeit verschieden. Der wichtigste Unterschied besteht zwischen dem Zins für langfristige Anlage von Leihkapital und dem Zins für eine kurzfristige Anlage flüssiger Mittel. Innerhalb dieser beiden Arten ergibt sich jedoch eine Ausgleichung des Zinses, d. h. es bildet sich ein einheitlicher Marktpreis des Kapitals aus. Hierfür ist die Marktlage maßgebend. „Sie bedingt den Zins innerhalb der unteren Grenze, die sich aus der produktiven Verwendung der Mittel für den Darlehnsgeber ergibt, und der oberen Grenze, die der Nutzen der letzten für den Darlehnsnehmer möglichen Verwendungsweise bildet[1])".

2. Zins- und Kursbildung auf dem Rentenmarkt.

a) Die Setzung des Zinses für festverzinsliche Wertpapiere.

Am Rentenmarkt gibt es nun keinen eigentlichen Kapitalzins, sondern nur nominelle Zinssätze, die für eine gewisse Zeitspanne keinen Schwankungen unterworfen sind. Der Zinssatz für festverzinsliche Wertpapiere wird von der Stelle festgesetzt, die Renten ausgibt. Die Emissionshäuser richten sich dabei nach dem

[1]) Hesse, Allgemeine Volkswirtschaftslehre, 391.

landesüblichen Zinsfuß, der im Mittelpunkt der Zinsbildung auf dem Kapitalmakt steht. Der Landeszinsfuß entsteht gemäß den Gesetzen über die Bildung des Kapitalzinses. Es steht hier der Bedarf nach langfristigen Darlehen dem Angebot an Kapital, das die Kapitalbesitzer dem Staat, den Gemeinden, den Grund- und Hausbesitzern usw. zur Verfügung stellen. Der landesübliche Zinsfuß kommt zum Ausdruck im „Ertrag der führenden Staatspapiere, der erststelligen Hypotheken und der Pfandbriefe der Grundkreditanstalten" (Spiethoff). Man kann kaum von einem landesüblichen Zinsfuß reden, wenn diese Papiere fast jedes für sich einen anderen Zinsertrag abwerfen — wie es z. B. vor der organischen Zinssenkung der Fall war —, sondern der landesübliche Zins liegt eigentlich erst dann vor, wenn die Erträge dieser Papiere möglichst gleich sind, zumindest in ihrer Zinsspanne nur wenig voneinander abweichen.

Bei der Festsetzung des nominellen Zinses für festverzinsliche Wertpapiere muß aber auch die „Lage am Kapitalmarkt, die mutmaßliche Zinsentwicklung und überhaupt die gesamte Wirtschaftsgestaltung berücksichtigt werden [2])". Es wäre unsinnig, wenn in kurzer Zeit an eine Zinssenkung gedacht werden kann, noch Wertpapiere zu dem alten Zinssatz auszugeben, der zwar noch dem gegenwärtigen Landeszinsfuß entsprechen kann, jedoch in Kürze eine Senkung erfahren soll. Aus diesem Grunde haben Neuemissionen kurz vor umfassenden Konversionen meistens bereits den durch die Konversion zu erreichenden Zinssatz.

b) Die Kursbildung

(Die Bestimmungsgründe des Wertpapierkurses und des Realzinses).

Aus dem oben ausgeführten geht hervor, daß sich also am Rentenmarkt keine echten Zinssätze bilden, sondern die Realverzinsung (Rendite) ist am Rentenmarkt der eigentliche Kapitalzins im Sinne unserer bisherigen Ausführungen. Diese Realverzinsung leitet sich ab aus der festen Nominalverzinsung und dem schwankenden Kurswert. Will man also die Zinsbildung am Rentenmarkt erklären, so muß man die Faktoren der Kursbildung betrachten, da die Nominalverzinsung immer für eine gewisse Zeitspanne feststeht. Die Festsetzung der Wertpapierkurse ist Aufgabe der Börse. Sie hat dafür zu sorgen, daß Angebot und Nachfrage ausgeglichen werden. „Der Ausgleich erfolgt zu einem Kurse, der sich auf Grund der gegebenen Marktverhältnisse bildet [3])". Die Faktoren der Kursbildung sind Angebot und Nachfrage. Bei den festverzinslichen Papieren sind dann weiter die Höhe der festen Verzinsung, die Konversionsmöglichkeit, die Gelegenheit zum Ueberwechseln auf andere Märkte, die politische und wirtschaftliche Ordnung bzw. „Un"ordnung und das Ver-

[2]) Girnth, der deutsche Rentenmarkt 1923—1935, 78.
[3]) Girnth, a. a. O., 58.

trauen in die Rechtssicherheit der Papiere für die Kursbildung von Bedeutung. Bis vor kurzer Zeit übte auch die Spekulation einen maßgebenden Einfluß auf die Kursbildung am Rentenmarkt aus, die jedoch jetzt infolge der Neuordnung des Börsenwesens durch die nationalsozialistische Regierung ausgeschaltet worden ist. Eine neue Einflußsphäre ist durch die Offen-Markt-Politik geschaffen worden, deren Auswirkungen im ersten Teil der vorliegenden Arbeit beschrieben worden sind. Die Einwirkung des Zinssatzes am Geldmarkt kann nur von geringer Bedeutung sein, da einmal die unmittelbare Verbindung zwischen Geldmarkt und Rentenmarkt unbedeutend ist und weiter die zur Verfügung stehende Kapitaldisposition [4]) gegenüber den riesigen am Kapitalmarkt investierten Summen nur sehr klein ist.

Wenn also am Rentenmarkt Angebot und Nachfrage die Bestimmungsgründe für die Kursbildung sind, so wird sich dadurch auf folgende Art, abgesehen von den sonstigen Kursbeeinflussungen, am Rentenmarkt der eigentliche Kapitalzins bilden. Tritt am Rentenmarkt für ein Wertpapier eine Verstärkung des Angebots ein, so wird der Kurs sinken. Daraus ergibt sich dann bei der Wechselwirkung zwischen fester Nominalverzinsung und Kurswert eine Erhöhung der Real- oder Effektivverzinsung, d. h. also, der Kapitalzins steigt. Umgekehrt wird bei einer Verringerung des Angebots oder Verstärkung der Nachfrage der Kurs steigen und so die Effektivverzinsung, den Kapitalzins, senken. Die Langfristigkeit der Kredite am Rentenmarkt bedingt es, daß solche Zinsschwankungen, wenn nicht besondere Verhältnisse eintreten, langsam vor sich gehen. Denn hier ist es der Bedarf nach dauernden Darlehen, der dem Angebot gegenübersteht. Hier kann nicht plötzlich ein Mangel und dann wieder in kurzer Zeit ein Ueberfluß an Kapital auftreten. Ganz anders ist es am Markt der flüssigen Geldmittel (Geldmarkt), wo solche Umstände im Laufe der wirtschaftlichen Konjunkturen stark wechseln.

Da nun am Kapitalmarkt kein echter Kapitalzins vorhanden ist, sondern sich nur ergibt aus der festgesetzten Zinsrate und dem Kurswert, muß es das Bestreben jeder Wirtschaftspolitik sein, die Uebereinstimmung zwischen Nominalzins und Effektivzins zu erreichen. Denn es geht auf die Dauer nicht an, daß ein Schuldner für geliehene Kapitalien mehr Zinsen zahlen muß, als er Nutzen vom geliehenen Kapital hat, andererseits ist es ebenso gefährlich, wenn er dauernd einen überhöhten Kapitalgewinn erhalten würde. Für die Gläubigerseite gilt analog dasselbe. Die Uebereinstimmung ist dann erreicht, wenn die Wertpapierkurse auf pari stehen. Dann würde also bei z. B. fester 6 %iger Verzinsung auch die Rendite 6 % betragen. Erst dann ist der fest-

[4]) Der Begriff „Kapitaldisposition" stammt von Cassel und bedeutet „das Verfügen über Produktionselemente im Sinne des Einschlagens von Produktionsumwegen".

gesetzte Zinssatz für Renten auch ihr gerechter Kapitalzins, denn erst die Uebereinstimmung macht den nominellen Zins zum Kapitalzins und damit zu einem Preis, der sich aus dem Ausgleich von Angebot und Nachfrage ergeben hat.

Der reine Zins für Kapital ist also entstanden aus dem vorhandenen Angebot und der Nachfrage. Er ist damit aber auch gleichzeitig der Regulator zwischen diesen beiden Größen und sorgt als solcher für die wirtschaftlichste Verwendung des angebotenen Kapitals und für die richtige Befriedigung der Nachfrage nach Kapital. Auf einem gesunden Kapitalmarkt werden Angebot und Nachfrage im Gleichgewicht stehen, äußerlich dadurch gekennzeichnet, daß die Effektivverzinsung dem Nominalzins entspricht. Dieser Zustand war bei Beginn der organischen Zinssenkung annähernd erreicht.

3. Die Herabsetzung des Rentenzinses und deren Rückwirkungen auf den Kurs.

Einige Zeilen vorher haben wir festgestellt, daß auf dem Rentenmarkt die Veränderungen, wenn nicht besondere Verhältnisse eintreten, nur langsam vor sich gehen. Wenn nun die organische Zinssenkung 1935 eine allgemeine Ermäßigung der Zinssätze der festverzinslichen Wertpapiere — als größere Gruppen blieben nur die Industrieobligationen und die Aufwertungspapiere (darunter die Liquidationspfandbriefe) von der Konversion unberührt — von 6 % auf 4½ % durchführte, so hätte nach den theoretischen Erkenntnissen über die Zinsbildung eine tatsächliche Zinsentlastung, also mit der Senkung des Nominalzinses eine Senkung des Effektivzinses ausbleiben können. Denn die Zinssenkung war hier nicht Folge der Entwicklung zwischen Angebot und Nachfrage, sondern unmittelbar hervorgerufen durch einen äußeren, in diesem Falle staatlichen, Eingriff. Der neu festgesetzte Zinssatz für Renten entsprach nicht mehr dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage.

Wir legten zu Anfang dieses Teiles der Arbeit dar, daß wir die Entwicklung am Kapitalmarkt „ohne Intervention" untersuchen wollen. Hierin ist schon gesagt, daß eine solche Untersuchung alle die Gegebenheiten außer Acht lassen muß, die zwar nicht außerwirtschaftlich, aber doch „Maßnahme" sind, die mit der theoretischen Entwicklung nichts zu tun haben. Wir werden also bei der Behandlung der Zinssenkung auf theoretischer Grundlage vollkommen von allen Maßnahmen absehen, die zur Vorbereitung und Sicherung der Konversion dienten oder sogar in ihr selbst zum Zwecke der Sicherung enthalten waren. Hierunter fallen demnach sämtliche Vorbereitungsmaßnahmen, Geldzinssenkung, Hypothekenzinssenkung usw.

Wenn eine Ermäßigung der nominellen Zinssätze durchgeführt wird, ergibt sich damit auch eine Senkung der effektiven

Verzinsung. Bei der Zinssenkung vom Januar 1935 von 6 auf 4½ % ergab sich rein rechnerisch z. B. für Pfandbriefe eine Verminderung der Rendite von 6.19 auf 4.64 % [5]). Das bedeutet also eine erhebliche Ertragsminderung für die Pfandbriefgläubiger. Nach unseren theoretischen Erkenntnissen entspricht ein so erniedrigter Zinssatz nicht mehr den Gesetzen der Zinsbildung. Denn der Zins entspricht im Augenblick nicht mehr der eigenen Wertschätzung des Kapitals durch die Kapitalbesitzer, andererseits aber auch nicht mehr dem Nutzen, den die kapitalsuchenden Kreise aus dem geliehenen Kapital ziehen. Dies muß zu einer Verschiebung zwischen Angebot und Nachfrage führen. Die Gläubigerseite wird also versuchen, ihre Kapitalien dem Markt vorzuenthalten und damit das Angebot zu verringern. Auf der anderen Seite wird die Schuldnerseite die günstigen Zinsbedingungen ausnutzen wollen und dadurch die Nachfrage verstärken. Die Folge davon wäre ein Absinken der Kurse, und zwar bis auf den Stand, aus dem sich die Effektivverzinsung errechnen läßt, die der Wertschätzung der Kapitalbesitzer und dem Nutzen der Darlehnsnehmer entspricht. Da die Zinssenkung die Nominalverzinsung um ein Viertel senkte, hätten also die Kurse ebenfalls um ein Viertel fallen müssen. Bei einem Pfandbriefkurs von 96.91 % zur Zeit der Konversion ergab sich eine effektive Verzinsung von 6.19 %. Um diese nach der Konversion wieder zu erreichen, hätten die Kurse auf 72.68 zurückgehen müssen. Dann wären bei der neuen Nominalverzinsung von 4½ % wieder eine Rendite von 6.19 % erreicht worden. Soweit die Theorie.

Wenn das eingetreten wäre, so hätte es bedeutet, daß die Konversion vom Januar und Februar 1935 mit einem vollen Mißerfolg geendet hätte. Der Gesetzgeber wollte jedoch gerade mit der nominellen Senkung auch eine Senkung des Effektivzinses erreichen, der den Ertragsverhältnissen der Wirtschaft angepaßt erschien. Hiermit ist aber auch die Bestimmung der Zinshöhe dem ausschließlichen Einfluß von Wertschätzung und Nutzen und Angebot und Nachfrage entrückt. „Der Zins ist heute Gegenstand der Wirtschaftspolitik des Staates. Von dieser Wirtschaftspolitik hängt es ab, wann der Zins „richtig" ist, und wann „unrichtig", d. h. korrekturbedürftig. Der Staat hat dabei die Wahl zwischen absoluter Willkür und weiser Ueberlegung mit dem Willen zur Stärkung der Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaft [6])". Aus dieser Ueberlegung heraus hat deshalb auch der Gesetzgeber nicht nur sinnvoll die Konversion vorbereitet und die Konversionsreife abgewartet, sondern sowohl mit den Konversionsgesetzen

---

[5]) Errechnet aus dem Pfandbriefkurs z. Zt. der Konversion. Die eigentliche Ertragsminderung ergab sich erst ab 1. April 1935 mit dem Inkrafttreten der Zinssenkung.

[6]) Vgl. Kord-Ruwisch, Wilh., Nationale Zinspolitik. In: Der Deutsche Ökonomist, 53. Jahrgang, Nr. 5.

als auch im Anschluß daran Stützungsmaßnahmen angewandt, die eine Entwicklung der Zinssätze gemäß der theoretischen Erwartung verhinderten und damit zur Sicherung des Erfolges der Zinssenkung dienten.

4. Die Möglichkeiten zur Umgehung der Zinskonversion.

a) Der Uebergang zu anderen Renten mit höherem Zins und Kurs.

Wenn eine Zinsherabsetzung einer gewissen Gruppe von festverzinslichen Wertpapieren stattgefunden hat, so besteht die Möglichkeit, daß die Kapitalanleger versuchen werden, die Konversion durch einen Wechsel zu nicht konvertierten Anlagepapieren zu umgehen. Bei der Zinssenkung des Jahres 1935 waren von den festverzinslichen Wertpapieren eine Reihe von Renten ausgenommen worden, die demnach den alten Zinssatz behielten und infolgedessen zu wesentlich höherem Kursstand kamen als die konvertierten Papiere. Die wichtigsten nicht konvertierten Papiere waren die 6 %igen Industrieobligationen und die 5½ %igen Liquidationspfandbriefe. Es war zu erwarten, daß sich Besitzer konvertierter Renten diesen Papieren zuwenden würden. So setzte auch eine starke Nachfrage ein, die jedoch auf ein kleines Angebot stoßen mußte, denn wer ein solches Stück besitzt, wird es nicht gerne hergeben, sondern im Genuß der hohen Zinsen bleiben wollen (vgl. hierzu auch S. 36/37 ff.).

b) Der Uebergang zu neuen Renten mit höherem Zins.

Ein anderer Weg der Umgehung liegt in der Möglichkeit, sich Neuemissionen zuzuwenden, die in ihrem Zinssatz über dem durch die Konversion erreichten liegen. Auch bei einem solchen Anlagewechsel würde der Kapitalanleger in den Genuß eines höheren Zinsertrages kommen können.

c) Der Uebergang auf den Hypothekenmarkt.

Besonders der Hypothekenmarkt bietet in weitreichendem Maße die Möglichkeit, einer Konversion am Rentenmarkt auszuweichen, weil hier die Zinssätze teilweise wesentlich über dem Zinsniveau des Rentenmarktes liegen. Wenn auch der Zinssatz für erststellige Hypotheken nicht sehr von dem Rentenzins abweicht, so werden jedoch für die zweit- und mehrstelligen Hypotheken infolge des größeren Risikos wesentlich höhere Zinssätze gezahlt. Wird nun auch der Zinssatz für erststellige Hypotheken nicht dem neuen Rentenzins angepaßt und ebenfalls gesenkt, so werden viele Kapitalanleger, um in den Genuß des höheren Zinsertrages der relativ sicheren erststelligen Hypothek zu kommen, sich diesen Schuldverschreibungen zuwenden. Es ist sogar mög.lich, daß die Rentenbesitzer auch das höhere Risiko der nächsten Hypotheken in Kauf nehmen und eine nachstellige Hypothek einem konvertierten Rentenpapier vorziehen.

d) Der Uebergang auf den Aktienmarkt.

Auch der Aktienmarkt kann nach einer Rentenkonversion eine Umgehungsmöglichkeit darstellen. Hier gibt es zwar keine höheren Zinssätze, aber doch die Aussicht auf Dividenden, die in ihrer Größe den durch eine Zinsherabsetzung verminderten Zinsertrag übersteigen. Wenn ein Kapitalanleger vom Rentenmarkt zum Aktienmarkt geht, so nimmt er ähnlich wie bei einem Wechsel zum Hypothekenmarkt ein größeres Risiko auf sich. Dieser Weg wird vor allem dann beschritten werden, wenn eine Zinsherabsetzung für langfristige Wertpapiere zur Zeit einer aufsteigenden Konjunktur durchgeführt wird. Die Aktiengesellschaften werden zur Zeit eines Konjunkturanstiegs bald in der Lage sein, steigende Gewinne zu erzielen und so auch größere Dividenden auszuschütten. Die Aussicht auf erhebliche Dividendengewinne kann natürlich Kapitalanleger beeinflussen, den Rentenmarkt trotz größeren Risikos zu verlassen und so der Zinsherabsetzung auszuweichen.

e) Der Uebergang auf den Geldmarkt.

Schließlich gibt noch der Geldmarkt unter gewissen Bedingungen die Möglichkeit, einer Konversion am Rentenmarkt auszuweichen. In einer gesunden Kreditwirtschaft liegt der normale Geldzinssatz etwas unter den Zinssätzen am Kapitalmarkt. Durch die mehrmaligen Zinsherabsetzungen am Geldmarkt im Jahre 1932 war diese Spanne zu Ungunsten des Geldmarktes unnatürlich groß geworden. Die wesentlichen Kurssteigerungen am Kapitalmarkt in der letzten Zeit vor der Konversion hatten dazu beigetragen, diese Spanne zu verringern, die Rentenkonversion hat sie dann fast ausgeglichen. Dabei ist noch zu berücksichtigen, daß der Zinssatz für Jahreseinlagen keine Höchstgrenze hatte, so daß dadurch die Möglichkeit gegeben war, am Geldmarkt für langfristige Kapitalanlagen denselben Zinsertrag zu erhalten wie aus konvertierten Renten. Der Reichsbankdiskont betrug im Februar 1935 4 %, für 1—2 Monate wurde 3.25 %, für 2—3 Monate 3.5 %, für 3—12 Monate 4 % gezahlt. Der neue Rentenzins war nominell 4½ %, die Rendite im Durchschnitt etwa 4¾ %. Dadurch war die Voraussetzung gegeben, daß Kapitalanleger, die konvertierte Papiere besaßen, einen Wechsel vom Kapital- zum Geldmarkt vornehmen würden. Die Versuchung zu einem solchen Wechsel ist hier umso größer, als der Geldmarkt die bequemste Art der Kapitalanlage, die relativ leicht realisierbare Spareinlage bei Banken und Sparkassen, bietet.

B. Die Stützungsmaßnahmen.

Für die Wirtschaft ist der entscheidende Nutzen einer Konversion, daß sie den ermäßigten Zins zum allgemein gültigen macht, d. h. daß es nicht nur bei der für den Schuldner wichtigen

Herabsetzung des Nominalzinses bleibt, sondern daß der neue Zinssatz zugleich Effektivzins des Kapitalmarkts wird. Für den Erfolg der organischen Zinssenkung waren Folgen in einem derartigen Ausmaß, wie wir sie auf S. 55 ff. beschrieben haben, nicht zu befürchten. Die gründliche Vorbereitung, Zeitpunkt und Methode der Konversion hatten schon einen wesentlichen Teil für das Gelingen der Konversion beigetragen. Es galt danach eigentlich nur noch, durch geeignete weitere Maßnahmen die Ausweichungsmöglichkeiten zu beschränken und so das erniedrigte Zinsniveau zu festigen und damit den Erfolg der Konversion endgültig zu sichern. Ueberall da, wo bereits vor einer Konversion der Nominalzins gleich dem Effektivzins gewesen ist, — dieser Zustand lag bei der organischen Zinssenkung annähernd vor — ist ein Gelingen gesichert, also da, wo eine Konversion die Konsequenz aus einer bereits voll wirksamen Marktentspannung zieht[7]). Das genaue Gegenstück zu der jetzigen Konversion bildete die Zwangszinssenkung von 1931, die, da sie außer anderen Mängeln auch nicht die Erreichung der Konversionsreife — zu konvertierende Werte müssen pari oder annähernd pari stehen — abwartete, Folgen erlebte, wie wir sie in unseren theoretischen Ausführungen aufgezeigt haben. Die nominelle Zinssenkung mußte ja als Zwangsmaßnahme Erfolg haben, jedoch die Effektivzinsen wurden höher als vor der Konversion. Anders ging der Gesetzgeber jetzt vor. Er wartete den Zeitpunkt der Konversionsreife ab. Erst als es gelungen war, durch kapitalmarktfördernde Maßnahmen (Offen-Markt-Politik, Gemeindeumschuldung, Anleihestockgesetz, Kreditwesengesetz) die Kurse an den Paristand heranzubringen und nach der Feststellung der Emissionsreife (Erste Pfandbriefemission vom Januar 1935) entschloß man sich zu einer umfassenden Konversion. Geeignete Konversionsmodalitäten (Prinzip der Freiwilligkeit, Konversionsprämie) taten dann das weitere, um einen Erfolg zu erleichtern. Gewiß wäre die Freiwilligkeit noch mehr unterstrichen worden, wenn man ablehnenden Gläubigern eine Barrückzahlung angeboten hätte. Eine Gefährlichkeit wäre ja ausgeschaltet gewesen, da außer dem gesamten Kapitalmarkt auch am Geldmarkt die Zinssätze gesenkt wurden. Doch wären starke Kapitalfluktuationen nicht zu vermeiden gewesen, was aber für einen vorsichtig zu behandelnden Kapitalmarkt leicht zu Beunruhigungen geführt hätte. Schließlich war wesentlich für den Erfolg noch die Tatsache, daß die Konversion im Zeitpunkt aufsteigender Konjunktur durchgeführt wurde, denn dadurch mußten dem Markt durch die steigende Ertragskraft der Wirtschaft mit Sicherheit neue Mittel zugeführt werden.

Die Konversion trug also tatsächlich schon ein gut Teil für ihr Gelingen in sich. Wie schon oben erwähnt, hatte man nach

---

[7]) Vgl. „Schachts Weg zum neuen Richtzins", in: Frankfurter Zeitung, Nr. 49/50, vom 27. 1. 1935.

dem unmittelbaren Erfolg nur noch dafür zu sorgen, die neu geschaffenen Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt zu statuieren und damit die Konsolidierung des deutschen Kapitalmarktes durchzuführen. Geeignete Maßnahmen mußten also darauf abgestellt sein, einen Rückschlag zu einem späteren Zeitpunkt, z. B. ein Wiederansteigen der Effektivverzinsung, zu verhindern. Dieses wäre eingetreten, wenn die Kapitalanleger die Möglichkeit gehabt hätten, durch Uebergang auf andere Märkte der Zinsherabsetzung auszuweichen. Eine derartige Bewegung hätte eine Verknappung des Angebots und damit ein Wiederabsinken der Kurse zur Folge gehabt.

Deshalb sind Maßnahmen ergriffen worden, die die Ausweichungsmöglichkeiten so weit wie möglich einschränkten und ein Wiederansteigen der Effektivverzinsung verhinderten. Als Hauptmaßnahmen sind auf dem Kapitalmarkt die in einer Durchführungsverordnung zu den Zinssenkungsgesetzen erlassene Hypothekenzinsfußsenkung und die Emissionssperre und auf dem Geldmarkt die Senkung der Bankzinsen zu nennen.

1. Die Niederhaltung des Zinses auf dem Kapitalmarkt.

a) Senkung der Hypothekenzinsen.

Wie wir schon im zweiten Teil der Arbeit (vgl. S. 43) ausführten, wurden die Kreditanstalten verpflichtet, den Zinssatz ihrer Hypotheken um ebenfalls 1½ % zu senken. In der zweiten Durchführungsverordnung zu den Zinssenkungsgesetzen vom 26. März 1935 wird bestimmt, daß die Kreditanstalten verpflichtet sind, für alle von ihnen gewährten Hypotheken, Grundschulden und Forderungen, ohne Rücksicht darauf, ob diese Werte der Deckung von Schuldverschreibungen dienten oder nicht, die Zinsen um 1½ % jährlich zu senken. Wenn die Schuldverschreibungen mit mehr als 6 % verzinslich waren, so müssen natürlich auch die Zinsen der Deckungshypotheken um einen entsprechend höheren Satz als 1½ % gesenkt werden. Für die Schiffspfandbriefbanken gilt eine entsprechende Regelung, die in der dritten Durchführungsverordnung zum Zinsermäßigungsgesetz bei Kreditanstalten vom 25. Juni 1935 erlassen worden ist. Danach sind diese Institute verpflichtet, den Zinssatz ihrer Darlehnsforderungen, für die Pfandrechte an Schiffen oder im Bau befindlichen Schiffen eingetragen worden sind, um drei Vierteile vom Hundert jährlich zu senken, ebenfalls ohne Rücksicht darauf, ob diese Forderungen der Deckung von Schiffspfandbriefen dienten oder nicht.

Im Gefolge der Pfandbriefkonversion unterlagen also sämtliche Anstaltshypothekarkredite dem ermäßigten Zins ab 1. Oktober 1935, da ja auch die Sparkassen (die zweite Durchführungsverordnung besagt, daß alle Kreditanstalten, denen ein Erlös aus dem einen oder dem anderen Zinssenkungsgesetz zugeflossen ist,

ihre Hypothekenzinssätze senken müssen) und die Versicherungsunternehmen (freiwillige Zinsherabsetzung) die Hypothekenzinsen herabgesetzt haben. Jedoch sind die Privathypotheken weder von den freiwilligen Zinsnachlässen noch von der Konversion unmittelbar berührt worden. Hier besteht also bis jetzt noch kein Zwang zu einer Zinsherabsetzung. Aber es ist anzunehmen, daß die Zinssätze der Privathypotheken nicht auf einem Stand von 7.8 oder sogar teilweise 9 % bleiben können, wenn die Hypothekenzinssätze der Kreditanstalten und Versicherungen sich dem Kapitalmarktzins angepaßt haben. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, daß die Hypothekennachfrage im Augenblick nicht allein durch Anstaltshypotheken befriedigt werden kann. Sollten jedoch in einiger Zeit die Kreditinstitute in der Lage sein, den gesamten Hypothekenbedarf zu decken, so würden in natürlicher Entwicklung die überhöhten Zinssätze der Privathypotheken durch die billigeren Anstaltshypotheken abgelöst werden, soweit die privaten Hypothekengläubiger nicht freiwillig in eine Zinsherabsetzung einwilligen. Ueber die jetzigen Zinssätze der Privathypotheken können wir nichts Genaues sagen, da es hierüber keine Statistik gibt. Doch wissen wir aus einigen uns bekannten Fällen, daß auch private Hypothekengläubiger in eine entsprechende Zinssenkung eingewilligt haben. Auch bei Neubegebungen ist uns durch Gespräche mit Hypothekenschuldnern bekannt geworden, daß deren Zinssätze vielfach den Kapitalmarktsätzen entsprechen. In diesem Zusammenhang ist erwähnenswert, daß der Gesetzgeber in anderen Ländern auch bei Privathypotheken zu einer zwangsweisen Zinsherabsetzung geschritten ist, und zwar z. B. in Frankreich und Italien in Form einer gesetzlichen Zinshöchstgrenze. In Deutschland ist man vielleicht deshalb nicht zu einer solchen Maßnahme geschritten, weil bei uns nach der Zinsnotverordnung vom 8. Dezember 1931 der § 247 BGB neu gefaßt wurde, wonach bei einem höheren Zinssatz als 6 % sowieso Kündigungsmöglichkeit besteht. Sollte sich bis jetzt tatsächlich ergeben haben, daß bei den etwa 3.5 Milliarden Privathypotheken [8]) von einer Zinsherabsetzung im wesentlichen abgesehen worden ist, so könnte man ja den § 247 BGB abermals umändern in eine vielleicht 5 % Höchstgrenze. Doch hat der Gesetzgeber diesen Schritt bis jetzt noch nicht getan [9]).

Diese Maßnahmen zur Senkung der Hypothekenzinsen sind unbedingt als Stützungsmaßnahme in dem von uns umschriebenen

---

[8]) Der deutsche Ökonomist, Jahrgang 1935, 170.

[9]) Kurz vor Drucklegung der Dissertation hat das Reichskabinett am 26. Juni 1936 ein Gesetz verabschiedet, das nunmehr auch die Zinssätze der Privathypotheken einer Zinsermäßigung unterwirft, um diese den Sätzen der Anstaltshypotheken anzugleichen. Auch hier ist von einem gesetzlichen Zwang abgesehen worden. Falls eine freie Vereinbarung zwischen dem Schuldner und dem Hypothekengläubiger nicht zustandekommt, soll durch Vertragshilfe des Reiches eine Senkung von nicht mehr zeitgemäßen Hypothekenzinsen erreicht werden.

Sinne zu werten. Wollte man die neu erreichten Zinssätze der festverzinslichen Wertpapiere dauerhaft gestalten, so war es notwendig, die gesamten Kapitalmarktzinssätze auf einen einheitlichen Stand zu bringen. Wesentlich höhere Hypothekenzinsen hätten vielfach Kapitalanleger veranlassen können, ihre Kapitalien dem Rentenmarkt zu entziehen, um dem ertragreicheren Hypothekenmarkt sich zuzuwenden. Damit wäre aber eine Verknappung des Angebots eingetreten und als Folge eine Kursverschlechterung der festverzinslichen Wertpapiere und damit Erhöhung der Effektivverzinsung. Andererseits war es aber auch recht und billig, die Kreditanstalten dazu zu verpflichten, ihren durch die Konversion bedingten Erlös der gesamten Volkswirtschaft zunutze zu machen. Auch muß man berücksichtigen, daß der Hausbesitz als Hypothekenschuldner, der doch vielfach auch Rentenbesitzer ist, schlecht eine Zinseinbuße aus den konvertierten Renten erleiden konnte, ohne dafür den Ausgleich in den von ihm zu zahlenden Hypothekenzinsen zu erhalten.

Im Rahmen der Hypothekenregelung kann man auch als weitere Stützung für den Kapitalmarkt das „Dritte Gesetz über einige Maßnahmen auf dem Gebiete des Kapitalverkehrs" vom 13. Dezember 1935 ansehen, das an die Stelle des „Zweiten Gesetzes . . ." vom 20. Dezember 1934, das Ende 1935 abgelaufen wäre, trat. Hiernach wird das Kündigungsverbot und die gesetzliche Stundung der auf festen Termin geschlossenen Hypotheken um drei Jahre verlängert. Allerdings mit der Erleichterung, daß der Gläubiger beim Gericht Freistellung von der Stillhaltepflicht beantragen kann und das Gericht nur ablehnen soll, wenn der Schuldner bei bestem Willen nicht in der Lage ist, das Kapital zurückzuzahlen. Wo also ein Gläubiger auf die Rückzahlung weiter verzichtet, wird der Schuldner in der Lage sein, vorausgesetzt, daß er neue Kapitalien zur Verfügung hat, diese dem Kapitalmarkt zur Verfügung zu stellen und so die für die Zinserhaltung wichtige Kapitalbildung zu unterstützen.

b) Hauszinssteuerermäßigung.

Nach der vierten Notverordnung vom 8. Dezember 1931 war ein allmählicher Abbau der Hauszinssteuer bestimmt worden. Um ein Viertel sollte sich die Hauszinssteuer erstmalig am 1. April 1935 ermäßigen. Durch das Gesetz zur Förderung des Wohnungsbaues vom 30. März 1935 wurde nun bestimmt, daß die Hausbesitzer die Hauszinssteuer in voller Höhe weiter zu zahlen haben, jedoch die eigentlich am 1. April wegfallenden 25 % dem Reich als verzinsliche Anleihe für besondere Zwecke des Wohnungsbaus zur

Verfügung zu stellen haben. Hierdurch wird die Hauszinssteuer eindeutig in den Dienst des Wohnungsbaus gestellt, während sie bisher mehr und mehr für allgemein finanzwirtschaftliche Zwecke verbraucht wurde. Für den Hausbesitzer bedeutet diese Regelung eine Art Zwangssparen, wie sie ähnlich schon im Anleihestockgesetz aufgetreten ist. Solange der Kapitalmarkt noch nicht soweit gekräftigt ist, daß ausreichende Anleihen auf regulärem Wege aufgenommen werden können, muß der Staat die benötigte Kapitalbildung eben durch Zwangssparen fördern. Daß eine solche Maßnahme indirekt der Kräftigung des Rentenmarktes dient, liegt auf der Hand. Damit ist aber auch diese Maßnahme als Sicherung für den Erfolg der Konversion anzusehen.

c) Neuregelung des Bonifikationswesens.

Als weitere Maßnahme dieser Art ist die Neuregelung des Bonifikationswesens zu werten, die zwischen sämtlichen Boden- und Kommunalkreditinstituten abgeschlossen worden ist. Dieses Abkommen ist am 1. Mai 1935 in Kraft getreten. Allerdings ist hierbei zu berücksichtigen, daß vorerst der Wirkungskreis dieses Abkommens noch beschränkt ist, solange mit neuen Pfandbriefemissionen wesentlichen Umfanges nicht gerechnet werden kann. Die Bonifikation ist die Vermittlungsprovision, die an berufsmäßige Vermittler von Wertpapiergeschäften gezahlt wird. Für eine Stabilität der Zinssätze ist natürlich eine gute Unterbringung der Rentenwerte von großem Wert, da hierdurch Kursschwankungen vermieden werden. Da nun die Vermittler in der Lage sind, ihren umfangreichen Werbe- und Verteilungsapparat den Kreditinstituten zur Verfügung zu stellen, spricht die Höhe der Bonifikation erheblich für die Höhe der Zinssätze, die die Hypothekenschuldner einschließlich der Bonifikation zu tragen haben, mit. Eine Ueberhöhung der Bonifikation führt zu einer Ueberbelastung des letzten Darlehnsnehmers. Das neue Abkommen setzte die Höhe der Bonifikation auf ½ % fest, während wir z. B. in der Zeit nach der Inflation Sätze bis zu 5 % hatten. 1927 wurde dann der Satz durch ein gleiches Abkommen wie jetzt auf 1½ % gesenkt. Wenn jetzt die Höhe der Bonifikation auf ½ % festgesetzt ist, dem Vorkriegssatz, so bedeutet das einen weiteren Beitrag zur Besserung der Verhältnisse am Kapitalmarkt und eine Unterstützung der Zinssenkungsbestrebungen der Reichsregierung. Hierzu ist erwähnenswert, daß für die erste Pfandbriefemission vom Januar 1935 noch eine Bonifikation von ¾ % festgesetzt war. Die Bonifikationsermäßigung ist zwar nur ein Faktor der Verbilligung von neuen Pfandbriefhypotheken. Aber um die durch die Kon-

version erreichten Zinssätze zu halten, ist es natürlich notwendig, daß sich auch die Zinssätze für neue Schuldverschreibungen dem neuen Zinsfuß anpassen. Durch solche Maßnahmen erst wird die Dauerhaftigkeit der gesunden Zinssätze gewährleistet.

d) Emissionssperre.

Es entspricht einem alten Erfahrungssatz, daß bei großen Konversionen der Markt für Neuemissionen zeitweise gesperrt wird. Nach dem Zinssenkungsgesetz vom 8. Dezember 1931 ist in Deutschland die Ausgabe von Schuldverschreibungen von der Genehmigungspflicht durch die Reichsregierung abhängig. Diese Vorschrift hat auch die nationalsozialistische Regierung nicht aufgehoben, sondern sie sorgte zunächst sogar dafür, daß die Schonung des Kapitalmarktes fortgesetzt wird. In der ersten Durchführungsverordnung zum Konversionsgesetz für Pfandbriefe und Kommunalobligationen wird bestimmt, daß auch Reste aus früher genehmigten Emissionen ohne Genehmigung der Reichsbank nicht emittiert werden dürfen (vgl. S. 41 f.). Riesige Emissionen würden die Tragkraft des Marktes überschreiten und so die eingeleitete Gesundung stören. Die Genehmigung zur Ausgabe von Restbeständen nach und nach verhindert jede Ueberbelastung des Marktes, da es dann im Ermessen des Reichswirtschaftsministers, der bekanntlich mit dem Reichsbankpräsidenten identisch ist, liegt, nur soviel Schuldverschreibungen zum Verkauf freizugeben, als ihm zur Erhaltung der neuen Kapitalmarktverhältnisse tragbar erscheint.

Die Emissionssperre ist deshalb als Stützungsmaßnahme für den Zinskonversionserfolg anzusehen, weil hierdurch die Kreditinstitute die Möglichkeit erhalten, die auszugebenden Wertpapiere gut und dauerhaft unterzubringen und sich vor einem plötzlichen Zurückströmen zu sichern. Dies hätte nachteilige Folgen für eine dauerhafte gesunde Zinsgestaltung. Weiter fällt auch durch die Emissionssperre die Möglichkeit, durch Uebergang zu neuen Renten mit höherem Zins der Zinsherabsetzung auszuweichen.

Wir erwähnten bereits, daß nach der Konversion eine neue Reichsanleihe aufgelegt worden ist, also doch eine Emission stattgefunden hat. Dieses Vorgehen durchbricht den oben angeführten Grundsatz, bei großen Konversionen keine Neuemissionen durchzuführen, nur scheinbar. Die Reichsanleihe hat den offenen Markt gar nicht berührt, sondern wurde ganz von der Sparkassen- und Giroorganisation übernommen. Die organische Zinssenkung ist also durch die Anleiheemission nicht gefährdet worden.

e) Anleihestockgesetz und Kreditwesengesetz.

Auch das bereits vor der Konversion erlassene Anleihestockgesetz ist eine Vorbeugungsmaßnahme gegen ein eventuelles Ausweichen vor der Zinsherabsetzung. Wie wir festgestellt haben, bietet gerade der Aktienmarkt zur Zeit eines Konjunkturanstiegs die Versuchung, die verminderten Zinserträge am Rentenmarkt gegen die in einer solchen Zeit möglich werdenden erheblichen Dividenden einzutauschen. Das Anleihestockgesetz hat die Aussicht auf hohe Dividenden erheblich vermindert, da es bestimmte, daß bei Dividenden, die 6 bzw. 8 % übersteigen, der überschießende Betrag dem Anleihestock zuzuführen ist (vgl. hierzu S. 13). Dieses Gesetz ist aber auch in anderer Beziehung eine Stützungsmaßnahme zur Sicherung des Erfolges der Konversion. Denn zu den Stützungsmaßnahmen muß man auch alle Maßnahmen rechnen, die das Angebot am Rentenmarkt heben. Dadurch, daß der Anleihestock dazu dienen soll, Renten zu kaufen, hat das Anleihestockgesetz eine ähnliche Funktion wie die neue Hauszinssteuerregelung, nämlich es ist auch eine Art Zwangssparen zu Gunsten des Rentenmarktes. Weiter gehört hierzu das ebenfalls bereits als Vorbereitungsmaßnahme zitierte Gesetz über das deutsche Kreditwesen, das z. B. in § 16, 2 bestimmt, daß die Kreditinstitute in Zukunft sich bei ihrer Liquidität zweiter Ordnung neben dem Handelswechsel stärker auch auf Wertpapiere bestimmter Qualität stützen sollen. Aus verschiedenen Geschäftsberichten für das Jahr 1935 konnten wir ersehen, daß die Kreditinstitute diese Vorschrift in ihren Dispositionen vielfach berücksichtigt haben.

2. Die Senkung der Zinsen auf dem Geldmarkt.

Hatte man auf dem Kapitalmarkt den entscheidenden Durchbruch in der Zinsenfrage glücklich durchgeführt, so mußte man, um den Rentenmarkt mit seinem neuen Nominalzinssatz nicht unnötig zu stören, auch die Verbindung mit dem Geldmarkt herstellen und dadurch ein richtiges Verhältnis der einzelnen Zinssätze sichern. Gleichzeitig kam hierdurch nun die gesamte deutsche Wirtschaft in den Genuß der ermäßigten Zinssätze. Der Zinssatz für Spareinlagen ist mit Wirkung ab 1. März 1935 um rund ½ % gesenkt worden. Der Satz für Jahresgelder erhielt eine Höchstgrenze, nämlich $3^7/_8$ %. Wie wir schon erwähnten, bestand vor der Senkung der Geldzinsen die Möglichkeit, daß Rentenbesitzer infolge der kleinen Spanne zwischen Rentenzins und Spareinlagenzins durch Uebergang zum Geldmarkt der Zinsherabsetzung am Rentenmarkt ausweichen würden. So war eine Geldzinssenkung im Gefolge der Rentenkonversion gemäß den Zielen der Reichsregierung unbedingt notwendig geworden. Die Absicht dabei war also, die ihrer Natur nach langfristigen Gelder durch Verringerung

der Erträge auf dem Geldmarkt dem Kapitalmarkt mit seinen höheren Verzinsungsmöglichkeiten zu erhalten oder ihm auch neu zuzuführen. Da der Rentenbesitzer nach der Konversion mit einer festen Verzinsung von 4½ % und nach dem Kursstand mit einer etwas höheren Effektivverzinsung rechnen konnte, mußte diese Rendite bei der durchschnittlich um etwas über 1 % niedrigeren Verzinsung am Geldmarkt Anregung geben zur langfristigen Anlage am Kapitalmarkt und ein Abströmen zum Geldmarkt verhindern. Die Geldzinssenkung war auch deshalb eine notwendige Folge der Konversion, weil die Banken schlecht noch die alten Debetzinsen, die ebenfalls gesenkt wurden, hätten fordern können, während sie selbst einen durch die Konversion für ihre Renten verringerten Zinsaufwand aufzubringen hatten.

3. Der Erfolg der Vorbeugungsmaßnahmen.

Die Stützungsmaßnahmen zur Sicherung des Erfolges der Konversion, die den Effektivzins auf ein tragbares und gerechtes Niveau zwangen, sind also denkbar umfassend durchgeführt worden. Die äußerlichen Folgen der Vorbeugungsmaßnahmen zeigen sich in erster Linie in der Entwicklung des Kursniveaus am Kapitalmarkt, in dem Fortschreiten der Kapitalbildung und anderen günstigen Zeichen, die für eine gesunde Kapitalmarktgestaltung von Bedeutung sind. Die für die Bildung des Effektivzinses wesentliche Kursgestaltung zeigt einen erfreulichen Fortschritt. Der geringe Kursabschlag nach der Konversion war außerordentlich schnell aufgeholt, so daß trotz des Abschlages von 2 % Konversionsprämie der Kurs vor der Konversion bei einigen Papieren bald wieder erreicht war. Auch das gesamte Kursniveau der festverzinslichen konvertierten Werte steht seit April 1935, wenn man den 2 %igen Abschlag ab 1. April berücksichtigt, über dem Stand zur Zeit der Konvertierung (vgl. die Tabelle S. 36). Die große Beruhigung des deutschen Kapitalmarktes zeigt sich vor allem darin, daß das ganze Jahr über kaum Kursschwankungen stattgefunden haben und die Kurse auf einheitlich hohem Stand verblieben. Einzelne Papiere haben im Laufe des Jahres den Paristand erreicht. Hieraus kann man den Schluß ziehen, daß Uebergänge zu anderen Märkten, um der Zinsherabsetzung auszuweichen, kaum stattgefunden haben. Denn wäre eine wesentliche Abziehung von Kapitalien vom Rentenmarkt erfolgt, hätte das Kursniveau der konvertierten Papiere nicht eine derartig günstige Entwicklung zeigen können. Die nicht konvertierten Industrieobligationen haben selbstverständlich die größten Kurssteigerungen aufzuweisen. Doch hat der Gesetzgeber keinen Versuch gemacht, einen eventuellen Uebergang zu diesen Wertpapieren zu verhindern. Er ließ sich dabei anscheinend von der Gewißheit leiten, daß die nicht kon-

vertierten Wertpapiere trotz größter Nachfrage nur sehr schwer zu erhalten sein werden. Denn wer einmal ein Papier besitzt, das ihm einen wesentlich höheren Zinsertrag als auf dem übrigen Rentenmarkt sichert, wird kaum dazu zu bewegen sein, dieses abzugeben.

C. Zusammenfassung.

Die organische Zinssenkung des Jahres 1935 ist zu einem wirtschaftlich und politisch großen Erfolg geworden, der auch im Vergleich zu ähnlichen Aktionen des Auslandes einzigartig dasteht. Die glatte Durchführung der Konversion beweist gleichzeitig, daß tatsächlich die Konversionsreife, die ihrerseits ein Erfolg der behutsamen und zweckmäßigen Kapitalmarktpolitik der nationalsozialistischen Reichsregierung ist, abgewartet worden ist. Weiter muß man bei Beurteilung der organischen Zinssenkung anerkennen, daß schon vor dem Einsetzen der Stützungsmaßnahmen, die wir nach den theoretischen Erkenntnissen als notwendig bezeichnet haben, die freiwillige Zustimmung schon fast hundertprozentig gegeben worden war. Ein gewiß schönes Zeichen für die nationale Verantwortungsfreudigkeit des Volkes! Gewiß hat die Konversion auch manche Härten — z. B. für den kleinen Rentenbesitzer — mit sich gebracht; doch durfte dies für die Planung der Konversion, die auf das Gesamtwohl der Wirtschaft gerichtet ist, kein Hinderungsgrund sein.

Auch die wirtschaftliche Bedeutung der Zinssenkung ist unbestritten. Während in der Vorkriegszeit Konversionen in der Hauptsache fiskalische Erleichterungen schaffen sollten, ist diese Zinssenkung ein Bestandteil des Aufbauprogramms, das durch seine umfassende Weite der gesamten Wirtschaft — ja, man kann sagen, jedem Volksgenossen zugute kommt.

Bei den hohen politischen und wirtschaftlichen Zielen der Reichsregierung kam es darauf an, die Wirtschaft durch die Schaffung eines gesunden Landeszinsfußes von dem Druck der untragbaren überhöhten Zinsen zu befreien und ihr hierdurch einen neuen konjunkturellen Impuls zu geben. Der Reichsbankpräsident und Wirtschaftsminister Dr. Schacht führte hierzu aus: „Wir wünschen die deutsche Volkswirtschaft von den schweren Fesseln zu befreien, die aus einem zu hohen Zinsniveau für jeden Wirtschaftenden und damit auch für jeden Sparer täglich erwachsen. In einem lebensfähigen Haus- und Grundbesitz liegt ein Quell dauernder Arbeitsbeschaffung. Die Mehrzahl aller Hausbesitzer wird durch die eintretende Senkung der Hypothekenlasten in die Lage versetzt, regelmäßiger als bisher die notwendigen Ausbesserungen und Erneuerungen ausführen zu lassen. Der gewerb-

liche Mittelstand wird durch diese Maßnahmen eine besonders kräftige Förderung erfahren, die auf die breitesten Massen der Arbeitenden ausstrahlen wird. Auch die Entlastung der Gemeindehaushalte, die aus der Aktion erfolgt, wird zur weiteren Sanierung der kommunalen Finanzen und zur Durchführung bisher zurückgestellter Aufgaben beitragen. . .“ Schließlich ist eine angemessene Zinsgestaltung auch Uebergang von krisenhaften Zuständen in normale Verhältnisse. So ist die organische Zinssenkung auch der Abschluß der Krisenliquidation, die begonnen wurde mit der neuen Kapitalmarktpolitik der Reichsregierung, und so zugleich der erste Schritt zur Wiederingangsetzung der deutschen Wirtschaft und zur Rückkehr in gesunde Verhältnisse.

Literaturverzeichnis.

Cassel, G.: Theoretische Sozialökonomie, 4. Aufl., Leipzig 1927.

Falkenhausen, Frhr. v.: Das Anleihestockgesetz und seine Durchführung. In: Bankarchiv, Jahrgang 34, 13. 1935.

Girnth, W.: Der deutsche Rentenmarkt 1923—1935. Berlin 1935.

Halm, Georg: Geld-Kredit-Banken. München/Leipzig 1935.

Hasse, E.: Der Sinn der großen Konversion. In: Der deutsche Volkswirt, Jahrgang 9, 18. 1935

Hesse, A.: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, Jena 1927.

Hünnecke, W.: Jüngste Entwicklung und gegenwärtige Verfassung des deutschen Realkreditmarktes. In: Jahrbuch für Nationalökonomie, Jahrgang 141, 6. 1935.

Kord-Ruwisch, W.: Nationale Zinspolitik — Zur Konvertierung der Pfandbriefe. In: Der deutsche Ökonomist, Jahrgang 53, 5. 1935.

Nöll von der Nahmer, R.: Der volkswirtschaftliche Kreditfonds, Berlin 1934.

Niemann, G.: Die Neugestaltung des deutschen Effektenkapitalmarktes nach der Stabilisierung der Mark und seine Entwicklung bis zur Gegenwart. Diss. Halle a. S. 1928.

Oberascher, L.: Die Offenmarktpolitik der Reichsbank. In: Wirtschaftsdienst 1933, Heft 39.

Philippovich, E. v.: Grundriß der politischen Ökonomie. Band I, Tübingen 1920.

Pisani, L.: Die Zinsgestaltung in den Nachkriegsjahren. Diss. Hamburg 1931.

Soudek, J.: Funktionswandel der Offen-Markt-Politik. In: Die Wirtschaftskurve, Jahrgang 1934/35.

Strathus, H.: Einzelfragen der Zinskonversion. In: Die deutsche Volkswirtschaft, Jahrgang 4, 4. 1935.

Strathus, H.: Erfolgreiche Pfandbriefkonversion. In: Der deutsche Ökonomist, Jahrgang 53, 6. 1935.

Strathus, H.: Neu-Emission von Pfandbriefen. In: Der deutsche Ökonomist, Jahrgang 53, 16. 1935.

Stucken, R.: Die Konzentration in der Bankwirtschaft und das Reichsgesetz über das Kreditwesen. In: Der deutsche Ökonomist, Jahrgang 53, 2. 1935.

Tomberg, W.: Konversionen im Ausland. In: Sparkasse, Jahrgang 55,2. 1935.

Tornier, K.: Der neue Pfandbriefzins. In: Der deutsche Volkswirt, Jahrgang 9, 18. 1935.

Waller, P.: Ziele und Wege der Kapitalmarktpolitik. In: Der deutsche Volkswirt, Jahrgang 9, 17. 1935.

Zeitschriften und Zeitungen.

Arnhold, Bankhaus Dresden-Berlin: Das Zinsniveau am Rentenmarkt nach der Pfandbriefkonversion. 26. 1. 1935.

Arnold, Bankhaus Dresden-Berlin: Der Rentenmarkt nach der Zinskonversion. 2. 3. 1935.

DD-Bank: Wirtschaftliche Mitteilungen, Jahrgang 1935.

Der deutsche Ökonomist, Jahrgang 1935.

Der deutsche Volkswirt, Jahrgang 1934 und 1935.

Der Gemeindetag, Jahrgang 1935.

Die Wirtschaftskurve, Jahrgang 1932, 1933 und 1934/35.

Reichskreditgesellschaft: Deutschlands wirtschaftliche Lage, Hefte 1930/31, 1931/32, 1932/33, 1933/34, 1934/35, 1935/36.

Reichskreditgesellschaft: Deutschlands wirtschaftliche Entwicklung, Hefte 1930, 1931, 1962, 1933, 1934, 1935.

Sparkasse, Jahrgang 1934 und 1935.

Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Jahrgang 1931, 1932, 1933, 1934, 1935.

Berliner Börsen-Zeitung.

Wirtschaft und Statistik, Jahrgang 1935.

Wochenberichte des Instituts für Konjunkturforschung, Jahrgang 1931—1935.

Berliner Tageblatt.

Deutsche Allgemeine Zeitung.

Frankfurter Zeitung.

Kreuz-Zeitung.

Leipziger Neueste Nachrichten.

Magdeburgische Zeitung.

Saale-Zeitung.

Völkischer Beobachter.

Geschäftsberichte.

Die deutschen Sparkassen und Girozentralen 1935 (Deutscher Sparkassen- und Giroverband).

Gemeinschaftsgruppe deutscher Hypothekenbanken, 1935.

Hannoversche Bodenkredit-Bank, 1935.

Hypothekenbank in Hamburg 1935.

Rheinisch-Westfälische Boden-Credit-Bank in Köln, Rheinboden, 1935.

Süddeutsche Bodencreditbank München, 1935.

Thüringische Landes-Hypothekenbank A.-G., Weimar 1935.

Verband öffentlicher Feuerversicherungsanstalten in Deutschland, 1935.

Lebenslauf.

Ich, Bruno Karl Stech, bin am 17. Dezember 1910 in Königsberg (Pr) geboren worden. Meine Eltern, Gustav Stech und seine Ehefrau Flora, geb. Kühn, wohnen seit 1931 in Dresden, wo mein Vater als Intendantur-Oberinspektor bei der Heeresverwaltung tätig ist. Von Ostern 1917 bis Ostern 1929 (einschl. Vorschule) besuchte ich das Königsberger Hufen-Realgymnasium und bestand an dieser Anstalt am 14. Februar 1929 die Reifeprüfung. Am 1. April 1929 trat ich in die Ostpreußische Druckerei und Verlagsanstalt A. G. in Königsberg (Pr) ein, um das Buchdruckerhandwerk als Volontär zu erlernen. Gleichzeitig ließ ich mich an der Albertus-Universität zu Königsberg (Pr) als Studierender der Rechts- und Staatswissenschaften immatrikulieren. Nach Ablegung der Gehilfenprüfung als Buchdrucker verließ ich im Herbst 1931 Königsberg und kam nach Halle zur Mitteldeutschen Verlags-Aktiengesellschaft (Saale-Zeitung) als kaufmännischer Volontär. Ich war hier in sämtlichen Abteilungen des Druckerei- und Zeitungswesens tätig. Ebenso wie in Königsberg war ich auch hier neben meiner beruflichen Tätigkeit an der Vereinigten Friedrichs-Universität Halle/Wittenberg immatrikuliert. Zum Sommersemester 1932 gab ich meine berufliche Tätigkeit auf, um mich auf das Diplom-Examen vorzubereiten. Ich ging nach Königsberg zurück und bestand dort nach weiteren zwei Semestern am 25. Juli 1933 die Diplomprüfung für Volkswirte. Damit beschloß ich vorläufig mein Studium und nahm eine Stellung als Anzeigenleiter bei den Oppelner Nachrichten in Oppeln O. S. an. Zum 1. April 1934 bot sich mir die Gelegenheit, zur Mitteldeutschen Verlags-Aktiengesellschaft zurückzukommen, wo ich eine Betätigung fand, die mir noch genügend Zeit für ein weiteres Studium mit dem Ziel der Promotion ließ. Ich belegte noch einmal an der Universität Halle und ließ mich endgültig am 1. April 1935 exmatrikulieren. Während meines Studiums habe ich in Königsberg Vorlesungen und Uebungen bei den Herren Professoren Banse, Boecker, Hämmerle, Hensel, v. Hippel, v. Mühlenfels, Müller, Nottarp, Oppikofer, Rothfels, Schneider, Vleugels und in Halle bei den Herren Professoren Bilfinger, Brodnitz, Fleischmann, Jahn, Jecht, Joerges, Kitzinger, Mitscherlich, Muhs, Schmaltz und Wolff gehört.

Seit dem Sommersemester 1934 habe ich an dem Sozialwissenschaftlichen Seminar des Herrn Professor Dr. Georg Jahn teilgenommen. Herrn Professor Jahn verdanke ich auch die Anregung zu meiner Dissertation. Für die freundliche Anteilnahme und wertvolle Förderung bei der Arbeit an meiner Dissertation sage ich auch an dieser Stelle Herrn Professor Jahn meinen aufrichtigen Dank.

Die mündliche Doktorprüfung bestand ich am 24. Juni 1936.